Université Paris-Panthéon-Assas

école doctorale de Droit international, Droit européen, Relations internationales et Droit comparé – ED 9

Thèse de doctorat en droit public
Soutenue le 7 avril 2026

La responsabilité effective des acteurs des marchés financiers en matière de droits humains et de protection de l'environnement : les limites de la finance responsable

Thèse de Doctorat / avril 2026



Jana TODOROVIC

Sous la direction de Mme Pascale MARTIN-BIDOU

Membres du jury :
M. Julien CAZALA, Professeur à l'Université Sorbonne Paris Nord (rapporteur)
Mme Claire CREPET-DAIGREMONT, Maître de conférences à l'Université Paris-Panthéon-Assas (présidente du jury)
Mme Pascale MARTIN-BIDOU, Maître de conférences HDR à l'Université Paris-Panthéon-Assas (directrice de thèse)
M. Arnaud de NANTEUIL, Professeur à l'Université Paris-Est Créteil (rapporteur)
Mme Myriam ROUSSILLE, Professeur à l'Université du Mans

Avertissement

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

À mes grands-mères

Remerciements

Mes remerciements les plus chaleureux vont à Mme Pascale Martin Bidou, pour avoir accepté de diriger cette thèse, ainsi que pour sa confiance en ce projet et en mes capacités à le mener correctement jusqu'à son terme. Son soutien, son écoute et ses précieux conseils m'ont été d'une aide inestimable, tant sur le plan humain qu'académique. C'était un réel privilège, une opportunité incroyable et une expérience qui restera l'une de mes plus précieuses. Je ne vous en remercierai jamais assez.

Mes remerciements sincères vont aux membres de mon jury pour avoir accordé leur temps et leur expertise à mon travail et ma recherche, espérant qu'ils les trouveront intéressants. J'en suis honorée.

Je tiens à remercier Philippe Hottinguer Gestion et son équipe de gestion de m'avoir accueillie pendant les premières années de ma thèse et de m'avoir introduite au monde de la Finance. La confiance et la liberté qu'ils m'ont octroyées, lors de mes fonctions, m'ont été essentielles et ont guidé et alimenté le travail de cette recherche.

Je souhaite aussi remercier ma relectrice, Adeline Perrault, pour son implication, son professionnalisme et sa flexibilité tout au long de cette recherche.

Un immense merci aux nombreux collègues et amis qui m'ont soutenue, aidée, encouragée et guidée tout le long de mon parcours. Je tiens à remercier, en particulier, ma famille, sans qui je n'aurais pas pu être là aujourd'hui.

Enfin, le rôle le plus irremplaçable est celui de mon mari, Timothée. Je voudrais lui adresser mes remerciements les plus sincères et les plus profonds pour sa présence, sa patience, son attention, son amour et son soutien éternel.

Résumé :

La responsabilité des acteurs des marchés financiers en matière de droits de l'Homme et du dérèglement climatique a longuement été une question marginalisée avant d'être consacrée principalement par le *soft law*. Depuis quelques années, les normes en matière de finance durable se multiplient, notamment sous l'impulsion de l'Union européenne, visant à réformer le secteur des services financiers en incorporant des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les processus et stratégies d'investissement et à réorienter les flux de capitaux vers des investissements dits durables. Toutefois, malgré ces ambitions, le respect des droits de l'Homme, notamment la protection du droit à un environnement sain et des droits socio-économiques, n'est aucunement garanti. Les incidences négatives des investissements peuvent être constatées même dans le cadre des secteurs les plus susceptibles de contribuer au développement durable.

Le système financier traditionnel porte peu d'attention aux facteurs non financiers et surtout ceux se rapprochant de valeurs morales ou de principes éthiques comme les protections sociales et environnementales, tel que le note Milton Friedman, économiste et ultralibéral, « [l]a responsabilité sociale de l'entreprise est de faire du profit ». Si les considérations non financières sont perçues comme des freins au profit et à la croissance, les réglementations obligeant leur prise en compte ne sont considérées que comme des contraintes arbitraires. Dans l'application de ces dernières, une méconnaissance ou une incompréhension règnent souvent, créant à la fois une résistance à l'application et une application déformée ou spéculative.

Afin de répondre à ces questions, cette recherche examinera la mesure dans laquelle le droit international et européen, ses sources et sa structure, sont adaptés pour réformer le système financier et responsabiliser efficacement ses acteurs en matière de droits de l'Homme et de protection de l'environnement.

Descripteurs : droits de l'Homme – Finance - environnement, social, gouvernance, ESG - finance responsable - finance durable - risques et incidences en matière de durabilité - Union européenne - acteurs économiques - acteurs financiers – responsabilité – responsabilisation.

Title and Abstract :

The responsibility of investment companies in terms of human rights: limits of responsible finance

The responsibility of investment companies in matters of human rights and climate change has long been a marginalized issue before being enshrined mainly into soft law. In recent years, sustainable finance standards have multiplied, driven in particular by the European Union, aiming to reform the financial services sector by integrating environmental, social, and governance (ESG) factors into investment processes and strategies and redirecting capital flows towards so-called sustainable investments. However, despite these ambitions, respect for human rights, especially the right to a healthy environment and socio-economic rights, is by no means guaranteed. The negative impacts of investments can be observed even in sectors most likely to contribute to sustainable development.

The traditional financial system pays little attention to non-financial factors, especially those related to moral or ethical values such as social and environmental protections. As Milton Friedman, the economist and ultraliberal, noted, "[t]he social responsibility of a business is to make a profit." If non-financial considerations are seen as obstacles to profit and growth, then regulations mandating their consideration are viewed as arbitrary restrictions. In the application of the latter, a lack of awareness or understanding often prevails, creating both resistance to implementation and distorted or speculative application.

To address these issues, this research will examine the extent to which international and European law, its sources, and its structure are suitable for reforming the financial system and effectively holding its actors accountable in matters of human rights and environmental protection.

Keywords: Human rights – Finance - environment, social, governance, ESG - responsible finance - sustainable finance - sustainability risks and impacts - European Union - economic actors - financial actors – responsibility - accountability.

Principales abréviations

§	paragraphe
ABE	Autorité bancaire européenne - *European Banking Authority* (EBA)
ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution
AEAPP	Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles - *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA)
AEE	Agence européenne pour l'environnement
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers - *European Securities and Markets Authority* (ESMA)
AES	Autorités européennes de surveillance financière - *European Supervisory Authorities* (ESA)
AFEP	Association française d'économie politique
AFG	Association française de la gestion financière
AGNU	Assemblée générale de l'Organisation des Nations Unies
AMF	Autorité des marchés financiers
art.	article
BEI	Banque européenne d'investissement
BIT	Bureau international du travail
c.	contre
CA	chiffre d'affaires
CAC	commissaire aux comptes
CAPEX	*Capital Expenditure* (dépense d'investissement de capital)
CCNUCC	Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques
CDP	*Carbon Disclosure Project*
CEDH	Convention européenne des droits de l'Homme et libertés fondamentales
CESDH	Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales
CGP	conseiller en gestion de patrimoine
CH_4	méthane
CIDH	Cour interaméricaine des droits de l'Homme
CIRDI	Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements
CNUDCI	Commission des Nations Unies pour le droit commercial international
CNUED	Conférence des Nations Unies sur l'environnement et le développement
CO_2	dioxyde de carbone
coll.	collection
COP	Conférence des Parties de l'ONU
CSDDD	*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*
CSRD	*Corporate Sustainability Reporting Directive*
DGEC	Direction générale de l'énergie et du climat
DIC	document d'information clé
DICI	document d'information clé pour l'investisseur
dir.	directeur, directrice
éd.	édition, éditions
EFRAG	*European Financial Reporting Advisory Group*
ESB	*Earth System Boundaries*
ESG	Environnement, Social, Gouvernance

ESRS	*European Sustainability Reporting Standards*
EuGB	obligations vertes européennes
FIDH	Fédération internationale des droits de l'Homme
FISMA	Direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés des capitaux
FMI	Fonds monétaire international
FIR	Forum pour l'investissement responsable
FSB	*Financial Stability Board*
GBP	*Green Bond Principles*
GES	gaz à effet de serre
GIEC	Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat - *Intergovernmental Panel on Climate Change* (IPCC)
GIIN	*Global Impact Investing Network*
GRI	*Global Reporting Initiative*
HLEG	*High-Level Expert Group on sustainable finance*
Ibid.	*ibidem*, au même endroit
ICMA	*International Capital Market Association*
IDE	investissement direct étranger
IDH	indice mondial de développement humain
IFRS	*International Financial Reporting Standards Foundation*
Infra.	ci-dessous
ISR	Investissement socialement responsable
ISSB	*International Sustainability Standards Board*
KPI	*key performance indicator*
LEC	Loi du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat
LES	*Luxembourg Stock Exchange*
MiFID	*Markets in Financial Instruments Directive*
N_2O	protoxyde d'azote
NFRD	*Non-Financial Reporting Directive*
OCDE	Organisation de coopération et de développement économique - *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD)
ODD	objectif de développement durable
OIT	Organisation internationale du travail
OJ	Journal officiel de l'Union européenne
OMC	Organisation mondiale du commerce
ONG	Organisation non gouvernementale
ONU	Organisation des Nations Unies
op.cit.	*opere citato*, cité précédemment
OPC	organismes de placements collectifs
OPCVM	organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPEX	*Operational expenditure* (dépenses d'exploitation)
ord.	ordonnance
OTI	Organisme tiers indépendant
OUA	Organisation de l'unité africaine
p.	page, pages
PAI	*Principle Adverse Impacts*
PDNU	Principes directeurs des Nations Unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'Homme
PED	pays en voie de développement
PIB	produit intérieur brut

PMNU	Pacte mondial des Nations Unies
PNUD	Programme des Nations Unies pour le développement
pp.	première et dernière page
PRI	*Principles for Responsible Investment*
PRIIPs	*Packaged Retail and Insurance-based Investment Products* - Produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance
QPC	Question prioritaire de constitutionnalité
RGPD	Règlement général sur la protection des données
RSE	Responsabilité sociétale des entreprises
SBG	*Sustainability Bond Guidelines*
SBP	*Social Bond Principles*
SBTi	*Science Based Targets initiative*
SFDR	*Sustainable Finance Disclosure Regulation*
SGP	Société de gestion de portefeuille
SLBP	*Sustainability-Linked Bond Principles*
SPOT	Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique
SSP	*Shared Socio-economic Pathways*
Supra.	plus haut, précédemment
TBI	Traité bilatéral d'investissement
TCE	Traité instituant la Communauté européenne
TCFD	*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*
TECV	Loi relative à la transition écologique pour la croissance verte
TFUE	Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne
TNFD	*Task Force on Nature-Related Financial Disclosures*
TUE	Traité sur l'Union européenne
UE	Union européenne – *European Union*
UNEP	*United Nations Environment Programme*
UNEP FI	*United Nations Environment Programme, Finance Initiative*
vol.	volume

Sommaire

INTRODUCTION 11

PARTIE I : LA FINANCE RESPONSABLE, UNE NOTION LIMITEE PAR LE « FONCTIONNEMENT » ACTUEL DU SYSTEME FINANCIER ET ECONOMIQUE 61

Chapitre I : La finance responsable, une notion qui suppose une remise en question d'un système prédateur 64

Section 1. Le fonctionnement actuel hostile 66

Section 2. La mission de la finance responsable : une ambition nuancée 93

Chapitre II : Une mise en œuvre vouée à dénaturer l'objet de la finance responsable 139

Section 1. Une application difficile 141

Section 2. Une application déformée 199

PARTIE II : LA FINANCE RESPONSABLE, UNE SOLUTION CONCILIANTE POUR RESPONSABILISER LES ACTEURS DES MARCHE FINANCIERS 219

Chapitre I : La contrainte adaptée et flexible 223

Section 1. L'opportunité du principe « *comply or explain* » dans la régulation de la finance 224

Section 2. L'obligation de transparence indirectement efficace 249

Section 3. Le multilatéralisme maîtrisé par les normes visant différents acteurs 268

Chapitre II : La sanction dissuasive 293

Section 1. Une veille qui se concrétise 295

Section 2. Le régulateur – l'autorité clé de la finance responsable 314

Section 3. Le risque de responsabilité, un risque avéré 342

CONCLUSION 384

BIBLIOGRAPHIE 393

INDEX 434

TABLE DES MATIERES 434

Introduction

Le développement durable et la finance durable visent des objectifs intrinsèquement positifs. Leurs applications révèlent, toutefois, des complexités profondes. Malgré leur intentions responsables et éthiques, les acteurs de l'investissement durable agissent au sein de mêmes systèmes et opèrent selon des modes opératoires semblables à ceux qu'ils essayent de réformer.

Le déploiement des énergies renouvelables et des technologies annexes en est une illustration. Les transitions écologique et énergétique de la société sont nécessaires pour lutter contre le dérèglement climatique, une menace mondiale transfrontalière indéniable, et assurer un développement durable qui répondrait « aux besoins du présent sans compromettre la possibilité pour les générations à venir de satisfaire les leurs »[1]. Toutefois, l'urgence de la mobilisation a accentué les besoins en matières premières, accélérant le développement des chaînes de valeur mondialisées, et exerçant de multiples pressions sur les processus de production, affectant négativement les droits socio-économiques des travailleurs et causant des dégâts environnementaux.

À titre d'exemple, malgré la mission de verdissement du mix énergétique et la réduction de la dépendance aux énergies fossiles, la production de panneaux solaires présente plusieurs enjeux graves en matière de droits de l'Homme. De nombreuses instances de travail forcé dans la production de polysilicium nécessaire à l'assemblage des panneaux en Chine, et de travail forcé et de travail des enfants dans l'extraction du cobalt nécessaire à la conception de batteries en République démocratique du Congo (RDC), ont été rapportées[2]. D'un côté, les mesures gouvernementales de développement économique

[1] Assemblée générale des Nations Unies, Conseil des droits de l'Homme, Rapport de la Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'ONU : « Notre avenir à tous », Rapport Brundtland, A/42/427, 1987

[2] De multiples recherches ont également dévoilé un large éventail de violations des droits de l'Homme, telles que des agressions physiques et sexuelles, des stérilisations forcées, des disparitions forcées et des actes de torture : le tout dans des camps de travail et de rééducation.

et de réduction de la pauvreté soumettent les populations ouïghoures et d'autres minorités de la région autonome ouïghoure du Xinjiang à des conditions constitutives de travail forcé dans de multiples endroits de la chaîne d'approvisionnement du photovoltaïque, de l'extraction de matières primaires, de la fabrication de composants chimiques et métallurgiques nécessaires à la production finale de panneaux solaires[3].

D'un autre côté, les batteries jouent plusieurs rôles importants dans la transition énergétique, notamment dans l'électrification des transports, le stockage et la répartition de l'énergie renouvelable par nature intermittente et la fourniture d'accès à l'électricité aux communautés hors réseau. Le lithium et le cobalt sont des minerais clés dans cette technologie et leur extraction est de plus en plus demandée mais également problématique[4]. Une grande partie de l'approvisionnement mondial en cobalt provient de l'exploitation minière artisanale en République démocratique du Congo. Il s'agit de pratiques dangereuses, par des adultes et des enfants, les exposants à des poussières et particules fines endommageant leur santé, des risques élevés de décès par effondrement de tunnels des mines et des risques importants de blessures dues au manque d'équipements et de machineries adéquats[5].

Des risques sociaux particulièrement graves, à l'instar de l'esclavage moderne, liés à certains segments des énergies solaires et renouvelables, sont susceptibles de freiner voire de dissuader de multiples acteurs dans leur engagement et investissement dans la transition énergétique, le renforcement des exigences de diligence raisonnable, de traçabilité des produits ou d'audit des conditions de travail étant vu comme ultimement négatif et entraînant des coûts supplémentaires pour les entreprises et les investisseurs[6].

De manière plus significative, le risque grandissant qui se pose est que la transition écologique ayant déjà progressé rapidement, continue sur son chemin ignorant tout aspect

---

J. Cockayne, E. Rodríguez-Huerta, O. Burcu, « 'The Energy of Freedom'? Solar Energy, Modern Slavery and the Just Transition », University of Nottingham Rights Lab, novembre 2021, https://www.nottingham.ac.uk/research/beacons-of-excellence/rights-lab/research-projects/solar-energy-modern-slavery-and-the-just-transition.aspx

[3] *Ibid.*

[4] E. Hache, C. Barnet, G. Seck, « Le lithium dans la transition énergétique : au-delà de la question des ressources ? », IFP Energies nouvelles, 2 octobre 2021, https://www.ifpenergiesnouvelles.fr/article/lithium-transition-energetique-au-dela-question-des-ressources

[5] J. Cockayne, E. Rodríguez-Huerta, O. Burcu, « 'The Energy of Freedom'? Solar Energy, Modern Slavery and the Just Transition », *op. cit.* note 2

[6] *Ibid.*

de la transition juste[7], sans remettre en cause ses fonctionnements néfastes[8], priorisant les gains futurs de ces nouvelles industries au nom de la lutte contre le changement climatique au détriment d'impacts sociaux dévastateurs.

Dans le cas du secteur des énergies renouvelables, une réévaluation de « l'opportunité d'investissement » est nécessaire en prenant en compte des impacts réels tout le long de la chaîne de valeur, du financement de ces opérations, de l'extraction des matières premières telles que le cobalt, le lithium ou la silice, de la fabrication des panneaux solaires et des batteries, de leur transport, de leur vente jusqu'à la consommation de l'énergie par les utilisateurs finaux.

De manière générale, les articulations pratiques du développement durable et de la finance, qu'elle soit durable ou non, nécessitent une reconfiguration complexe, multifacette et à long terme des normes, des infrastructures sociétales et économiques, des flux financiers et des structures de pouvoirs. Cela est d'autant plus primordial afin de maîtriser les effets négatifs des crises écologiques sur les droits humains, les deux notions largement interdépendantes et cumulatives. En effet, le dérèglement climatique affecte disproportionnément les personnes vulnérables. À l'inverse, la précarisation de la condition humaine diminue drastiquement la résilience des sociétés face aux changements et phénomènes climatiques extrêmes[9].

La recherche de réponses adéquates assurant une transition écologique efficace, durable, juste et équitable, nécessiterait un regard dualiste prenant en compte simultanément les enjeux environnementaux et socio-économiques[10].

Ainsi, la recherche de la responsabilité des acteurs d'investissement durable

[7] Le concept de transition juste regroupe les enjeux des injustices sociales et écologiques cherchant la réparation des préjudices passés, la prévention des préjudices potentiels futurs et nécessitant l'implication de diverses parties prenantes, des travailleurs, entreprises et gouvernements, mais aussi de ceux historiquement marginalisés comme des communautés locales, dans les discussions et les recherches de solutions globales aux changements climatiques.
Ibid.
[8] *Ibid.*
[9] Walk free, The Global Slavery index, 2023, https://www.walkfree.org/global-slavery-index/downloads/
[10] J. Gilbert, « Les droits humains comme prisme d'analyse de la transition écologique », Agence française de développement, nº 2492-2846, 2e trimestre 2024, https://www.afd.fr/fr/ressources/les-droits-humains-comme-prisme-danalyse-de-la-transition-ecologique

emprunte des chemins aux multiples formes (I), mais révèle plusieurs problématiques fondamentales (II).

I LA RECHERCHE DE RESPONSABILITE : UN CHEMIN AUX ISSUES MULTIPLES

La recherche de responsabilité se réfère, d'un côté, à la notion de responsabilité au sens juridique, s'agissant de l'obligation de répondre de ses actes devant la juridiction compétente et d'en assumer les conséquences civiles, administratives, pénales et/ou disciplinaires[11], elle vise la prévention de futurs préjudices, ainsi que la réparation du préjudice causé.

La recherche de responsabilité se réfère également à la notion de responsabilisation en tant que poursuite de changement de comportement des acteurs d'investissement et la volonté de rendre leurs agissements moins préjudiciables, voire non préjudiciables aux droits humains et à l'environnement naturel. Le changement de comportement réunit plusieurs cas de figure au sens strict ; de la prise en compte des normes de la finance responsable au sens large, en passant par les obligations qui en découlent, jusqu'à l'examen des agissements des chaînes de valeurs financières, de leurs impacts potentiellement néfastes voire constitutifs de violations, ou encore au changement de modèles d'affaires et de stratégies de gestion des investissements à des changements moins tangibles de culture d'entreprise voire une évolution de pratique généralisée au sens holistique entraînant des acteurs connexes et parties prenantes au sens large.

La recherche de la responsabilité des acteurs d'investissement comprend la recherche de règles primaires issues de la sphère internationale, notamment du droit international des investissements (A), des droits de l'Homme (B), ainsi que des approches hybrides issues des règles de droit international, de droit européen et de droit interne en matière de finance durable et responsable (C). La recherche de responsabilité comprend également des règles secondaires qui pourraient être employées en cas de violation desdites règles primaires, ainsi que toute autre forme de sanction disciplinaire, administrative, réputationnelle et financière.

[11] G. Cornu, Vocabulaire juridique, Puf, 9e édition, 2011

La recherche de la responsabilité effective s'appuie, dès lors, sur les règles primaires, dont découlent des dispositions de différents niveaux de contraintes, du soft law au hard law, ainsi que sur les règles secondaires, qui peuvent entraîner diverses conséquences juridiques et non juridiques. De plus, cette recherche portera une attention particulière à l'application des normes de la finance responsable, en analysant leur efficacité et leur effectivité réelles, notamment, par leur mise en œuvre concrète sur le terrain.

A. Le droit international des investissements et la recherche de responsabilisation des acteurs privés

Le droit international des investissements intègre progressivement les enjeux environnementaux et sociaux dans ses règles primaires comme secondaires. Cela ne semble toutefois pas atténuer le caractère surprotecteur des investissements étrangers (1.). Les mécanismes de ce domaine échappent, cependant, aux postulats de la finance durable, contournant en partie les acteurs financiers (2.).

1. Le fondement du droit international des investissements

Le droit international économique et en particulier des investissements, dans sa forme actuelle, paraît peu adapté pour donner une véritable priorité à la protection des droits de l'Homme[12] ou pour effectivement poursuivre la responsabilisation des acteurs privés. Le droit international des investissements traditionnels est centré autour de la protection de l'investisseur direct étranger, reposant sur le postulat de la libéralisation des marchés, de l'encouragement de la croissance des flux d'investissement[13] et sur la croyance qu'une personne privée étrangère serait toujours en situation d'infériorité par rapport à un État souverain[14].

[12] La Convention CIRDI, à titre d'exemple, ne contient aucune norme relative aux droits de l'Homme et à l'environnement. Le FMI et la Banque mondiale conditionnent leurs offres d'assistance aux États en difficulté, en exigeant des ajustements structurels pour rendre les législations internes plus propices aux affaires et protectrices des entreprises multinationales. Les pays ne se conformant pas aux mesures proposées par la Banque mondiale au motif de mesures internes de respect des droits de l'Homme ou de l'environnement estimées trop restrictives pour les investisseurs, seraient dès lors pénalisés.
Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements (CIRDI), Convention pour le règlement des différends relatifs aux investissements entre États et ressortissants d'autres États, adoptée le 18 mars 1965, entrée en vigueur le 14 octobre 1966.

[13] En pratique, peu de preuves empiriques soutiennent que les traités d'investissement international et les normes de protection des investisseurs encouragent effectivement l'orientation des flux d'investissement.
L. Cotula, « Traités d'investissement et développement durable : protection des investissements », Institut international pour l'environnement et le développement (IIED), mai 2014

[14] À l'origine même du droit international des investissements, ce dernier naît pour pallier les manquements du droit international général et des droits nationaux afin de protéger les investissements étrangers des décisions arbitraires des États hôtes. La vague de décisions de nationalisation après la décolonisation par les États nouvellement indépendants sert d'exemple de traitement arbitraire et préjudiciable envers les investisseurs étrangers nécessitant des protections transnationales.

Le droit international des investissements est principalement guidé par les rapports bilatéraux, notamment à travers les traités bilatéraux d'investissement (TBI). Signés entre deux États, les TBI prévoient principalement des droits et des protections des investisseurs et des obligations de l'État dont ils n'ont pas la nationalité. Les États parties peuvent déterminer l'étendue de la protection accordée aux investisseurs, voire la conditionner au respect de certaines obligations, comme le développement durable et les droits de l'Homme.

L'interaction entre ces notions et les traités d'investissement a longuement été complexe. Sauf quelques exemples de TBI de nouvelle génération[15], le droit international des investissements suit un schéma clair : les investissements étrangers doivent bénéficier d'un bon traitement[16] face au pouvoir discrétionnaire de l'État d'accueil. Ce déséquilibre peut être aménagé par les États parties aux TBI, en reconnaissant des obligations aux investisseurs et de droits aux États, s'alignant avec l'idéologie de rééquilibrage et de remise en question du statu quo.

A contrario, les protections accordées aux investisseurs étrangers limitent fortement la marge de manœuvre des États, les premiers responsables et garants des droits de l'Homme, de faire respecter ces droits ou de légiférer en matière de développement durable. Pourvue d'un encadrement correct et équilibré, la protection de l'investissement empiète sur la capacité des États à poursuivre leurs objectifs de politiques publiques[17]. Ainsi, elle expose ces derniers aux recours pour pertes subies en raison de mesures d'intérêt général estimées avoir porté atteinte aux investissements étrangers.

Les mesures prises pour protéger l'environnement[18], réparer un préjudice intérieur

---

O. Danic, « Chapitre 1. Le besoin d'un droit international des investissements », in A. Pellet (dir.), L'émergence d'un droit international des investissements, Contribution des traités bilatéraux d'investissement et de la jurisprudence du CIRDI, Université Paris 10 Nanterre, 2012, pp. 57-138

[15] Le TBI entre Maroc-Nigeria, signé en 2016, illustre les obligations imposées à l'investisseur, telles que le principe de précaution, la protection de l'environnement, le respect des droits de l'Homme.

[16] Assuré à travers les clauses de traitement national, de la nation la plus favorisée, de couverture, de traitement juste et équitable, de sécurité pleine et entière, et relative à l'expropriation.

[17] L. Cotula, « Traités d'investissement et développement durable », *op. cit.* note 13

[18] L'entreprise Pac Rim poursuit l'État de Salvador ayant refusé de reconduire une concession minière en raison d'allégations de mauvaise gestion de la pollution par la compagnie minière menant au risque de contamination des sources d'eau potable. Affaire Pac Rim Cayman LLC v. Republic of El Salvador, CIRDI n° ARB/09/12, sentence, 14 octobre 2016.

de droits humains[19] ou pour protéger la santé publique[20] peuvent directement ou indirectement affecter la valeur ou la qualité de l'investissement. Toutefois, les arguments fondés sur la nécessité de protection des droits de l'Homme ont eu très peu de succès pour réfuter les réclamations des investisseurs[21], ayant peu d'incidences significatives sur les résultats des arbitrages[22].

La formulation des traités d'investissement impacte également la marge de manœuvre des tribunaux arbitraux dans leur interprétation de la portée des droits humains. Une révision des normes de protection des investisseurs est envisagée par un nombre croissant d'États et de régions[23] afin de rééquilibrer les droits et les obligations des investisseurs, d'introduire ou de renforcer les clauses de respect des droits de l'Homme et d'améliorer la représentation des parties prenantes et lésées dans l'élaboration des traités d'investissement et de l'arbitrage[24].

Enfin, les États d'origine peuvent poursuivre les investisseurs pour les faits de leurs actifs, filiales ou succursales sous conditions de législations adaptées à la

[19] Le recours est porté contre l'État d'Afrique du Sud en raison de l'expropriation indirecte résultant d'une loi visant à réformer le régime minier et à favoriser la participation des populations historiquement marginalisées par l'apartheid, ayant diminué la participation des investisseurs étrangers dans les exploitations minières.
Affaire Piero Foresti, Laura de Carli & Autres c. République d'Afrique de Sud, CIRDI n° ARB(AF)/07/01, avis de requête, Demande d'admission à titre d'amicus curiae, juin 2009.
Affaire Piero Foresti, Laura de Carli & Autres c. République d'Afrique de Sud, CIRDI n° ARB(AF)/07/01, sentence, août 2010.
[20] Affaire Philip Morris Asia Limited c. Commonwealth d'Australie, CNUDCI, CPA n°. 2012-12, sentence sur la compétence et la recevabilité, décembre 2015 ;
Affaire Philip Morris Brands Sàrl, Philip Morris Products S.A. et Abal Hermanos S.A. c. République orientale de l'Uruguay, CIRDI n° ARB/10/7, sentence, juillet 2016.
[21] L. Cotula, « Rethinking investment treaties to advance human rights », International Institute for Environment and Development (IIED), septembre 2016
§434, *affaire Biwater Gauff Limited c. United Republic of Tanzania,* CIRDI, n° ARB/05/22, décision sur responsabilité du 24 juillet 2008.
§260, §262, Affaire Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona, SA et Vivendi Universal, SA c. République d'Argentine, CIRDI/CNUDCI n° ARB/03/19, décision sur responsabilité 30 juillet 2010.
[22] Lors de l'affaire Urbaser c. Argentine de 2016, l'État d'Argentine soumet une demande reconventionnelle invoquant le non-respect des droits de l'Homme par l'investisseur, notamment le droit à l'eau. Le tribunal a accepté de statuer sur la demande reconventionnelle mais l'a ultimement rejetée sur le fond.
Affaire Urbaser S.A. et Consorcio de Aguas Bilbao Bizkaia, Bilbao Biskaia Ur Partzuergoa c. République d'Argentine, CIRDI n°ARB/07/26, sentence, 8 décembre 2016.
[23] Le Code panafricain d'investissements, à titre d'exemple, constitue une nouvelle génération de normes de protection des investissements étrangers visant à concilier les droits des investisseurs étrangers avec les enjeux du développement durable et le respect des droits de l'Homme.
[24] L. Cotula, « Rethinking investment treaties to advance human rights », *op. cit.* note 21

transnationalisation et à la multilatéralisation contemporaine. Les États peuvent contraindre les entreprises domiciliées sur leur territoire à respecter les droits de l'Homme tout le long de leurs chaînes de valeur et d'approvisionnement, dans toutes leurs opérations jusqu'à leurs sous-traitants, notamment à travers les obligations de devoir de vigilance[25]. Échappant aux protections du droit international des investissements visant les investissements étrangers, les États d'origine peuvent également poursuivre leurs nationaux pour des violations de droits de l'Homme ou de préjudices écologiques, même en dehors de leur territoire. Toutefois, étant conditionné par une appréhension pour l'attractivité économique, le degré de normativité des normes nationales dépend entièrement du choix de l'organe compétent[26].

L'articulation entre le droit international des investissements traditionnels et les récents postulats de la finance durable n'est pas claire. Ces deux domaines semblent ne pas s'appliquer aux mêmes entités[27]. Si les investisseurs visés sont différents, l'important serait de trouver un chevauchement de ces deux domaines. Le droit international des investissements serait ainsi effectivement influencé par la finance responsable, relativisant dès lors le protectionnisme traditionnel de l'investisseur.

[25] Voir *supra,* 1. La responsabilité étatique du B, de la partie I, de l'Introduction
[26] I. Tchotourian, V. Deshaye, R. Mac Farlane-Drouin, « Entreprises et responsabilité sociale : évolution ou révolution du droit canadien des affaires ? », Les Cahiers de droit, Faculté de droit de l'Université Laval, 2016, vol. 57, nº 4, pp. 635-683
[27] La distinction entre les investisseurs directs étrangers, les sujets principaux du droit international des investissements et les investisseurs en portefeuille, visés par les régulations européennes de finance durable telles que le règlement SFDR est expliquée ci-après.

2. Les acteurs financiers et économiques

La présente recherche distingue la notion d'acteurs des marchés financiers ou des acteurs financiers et la notion d'acteurs économiques, plus spécifiquement les sociétés non financières[28]. En particulier, la présente recherche se focalise sur les acteurs des marchés financiers, notamment, les entreprises d'investissement fournissant des services de gestion de portefeuille et les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)[29], telles que régies par le règlement sur la transparence des services financiers en matière de durabilité (*Sustainable Finance Disclosure Regulation,* SFDR)[30].

La notion d'entreprise d'investissement est définie au sens de la Directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers en tant que « toute personne morale dont l'occupation ou l'activité habituelle consiste à fournir un ou plusieurs services d'investissement à des tiers et/ou à exercer une ou plusieurs activités d'investissement à titre professionnel. »[31] La gestion de portefeuille est définie au sens de la Directive 2014/65/UE en tant que « gestion discrétionnaire et individualisée de portefeuille incluant un ou plusieurs instruments financiers, dans le cadre d'un mandat donné par le client. »[32] Cela se réfère, plus communément, à la gestion privée du patrimoine par les mandats de gestion.

La notion de société de gestion est définie au sens de la Directive 2009/65/CE en tant qu'une société dont l'activité habituelle est la gestion d'OPCVM prenant la

---

[28] Les acteurs économiques, ou agents économiques, sont des personnes ou des organisations qui ont trait à l'ensemble des activités commerciales et industrielles, à l'exclusion des activités financières et des phénomènes monétaires. Elles sont engagées dans des activités économiques telles que la production, la distribution, la consommation et la gestion des ressources. G. Cornu, Vocabulaire juridique, *op. cit.* note 11

[29] La Directive 2009/65/CE définit les portefeuilles d'OPCVM en tant qu'organismes :
a) « dont l'objet exclusif est le placement collectif en valeurs mobilières ou dans d'autres actifs financiers liquides […], des capitaux recueillis auprès du public et dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques; et
b) dont les parts sont, à la demande des porteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à charge des actifs de ces organismes. »
Article 1er, §2, Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte), JO L, vol. 302, 17 novembre 2009, pp. 32-96

[30] Article 2, §1, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, JO L, vol. 317, 9 décembre 2019, pp. 1-16

[31] Article 4, §1, 1), Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, JO L, vol. 173, 12 juin 2014, pp. 349-496

[32] Article 4, §1, 8), *Ibid.*

forme de fonds communs de placement ou de sociétés d'investissement. »[33] Cela se réfère à la gestion collective d'OPCVM, ou des portefeuilles investis dans des valeurs mobilières. Ces dernières sont des titres financiers émis par les organismes publics ou privés, titres négociables sur le marché des capitaux[34] tels que les titres de capital émis par les sociétés par actions, soit des actions, les titres de créance, soit les obligations, et les parts ou actions d'organismes de placement collectif, soit les parts des portefeuilles[35].

La notion d'acteurs financiers est entendue au sens large du terme, afin d'envisager le sujet du traitement des droits de l'Homme et de la protection de l'environnement en prenant en compte l'investissement de portefeuille et en particulier l'investissement en valeurs mobilières. En effet, la présente recherche se concentre, en premier lieu, sur la responsabilité des acteurs des marchés financiers, plus précisément sur celle des entreprises d'investissement fournissant des services de gestion de portefeuille ainsi que les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières. L'analyse porte spécifiquement sur les investissements en actions et obligations cotés sur les marchés règlementés. Par extension, la présente recherche aborde également, en second lieu, la responsabilité des émetteurs des valeurs mobilières – des titres de propriété et de créance – en tant qu'acteurs économiques clés dans la chaîne de valeur financière.

Les investissements directs étrangers se distinguent des investissements en bourse, en tant qu'« investissements internationaux par lesquels des entités résidentes d'une économie acquièrent ou ont acquis un intérêt durable dans une entité résidente d'une économie autre que celle de l'investisseur. La notion d'intérêt durable implique l'existence d'une relation à long terme entre l'investisseur direct et la société investie et l'exercice d'une influence notable du premier sur la gestion de la seconde. »[36] Il faut distinguer cette dernière

[33] Article 2, §1, 2), Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte), *op. cit.* note 29
[34] Article 4, §1, 44), Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *op. cit*. note 31
[35] Articles L228-1 et L211-1 du Code monétaire et financiers
[36] Banque de France, « Focus : Les investissements directs », Statistiques, août 2025, https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/statistiques/les-investissements-directs

de l'investissement de portefeuille qui consiste en une acquisition d'actifs, principalement d'obligations ou d'actions, pour un motif financier de relativement courte durée. La nationalité de l'investisseur ou de l'actif acquis, ainsi que leur éventuel lien transfrontalier, sont impertinents à la notion de l'investissement de portefeuille. Contrairement à l'investissement direct, l'investissement de portefeuille n'a pas pour but le contrôle de l'entreprise, car il s'agit d'une prise de participation minoritaire dans le capital ou dans la créance d'une société[37].

La présente recherche se focalise sur les acteurs financiers à titre principal, mais doit prendre en compte les acteurs économiques en tant qu'actifs investis, ainsi que leurs responsabilités et impacts directs sur les enjeux sociaux et environnementaux. Ainsi, la recherche explore de multiples enjeux incombant aux différents acteurs, tels que les banques, assureurs, investisseurs institutionnels[38] de façon accessoire ; pour se focaliser sur des sociétés de gestion agrées pour gérer des OPCVM et des portefeuilles pour le compte de tiers[39], dont l'activité est la gestion collective et privé des portefeuilles investis dans des titres cotés en bourse. Ainsi, les investissements en parts minoritaires et de contrôle, et l'investissement en actions ou en obligations, présentent des enjeux différents dans la poursuite de responsabilité et de responsabilisation des investisseurs.

Les protections issues du droit international des investissements ne s'appliqueraient dès lors pas aux investisseurs de portefeuille à la fois, en raison de la nature de leurs investissements, de manière générale d'un intérêt limité dans le temps et d'une participation

[37] Le seuil de qualification en tant qu'investissement direct à l'étranger est, a minima, de 10 % du capital de l'entreprise selon le FMI.
Département des Statistiques, Fonds Monétaire International, « Guide de l'enquête coordonnée sur l'investissement direct », mars 2010
A contrario, les OPCVM visent principalement une diversification, en investissant en actions cotées se limitent à l'investissement de « 5 % de ses actifs dans des valeurs mobilières ou des instruments du marché monétaire émis par la même entité ».
Article 52, §1, a), Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte), *op. cit.* note 29

[38] Le terme se réfère aux fonds de pensions et de retraites, caisses d'épargne, banques de développement, etc. Il s'agit notamment « des organismes dont la capacité de financement permet d'effectuer des placements pour le compte d'autrui […] ». « Investisseurs institutionnels », ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique, https://www.economie.gouv.fr/saef/tresor-investisseurs-institutionnels

[39] Article 321-1, Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), en vigueur du 31 mars 2025 au 29 juin 2026, 31 mars 2025.

minoritaire, et à la fois, en raison de la difficulté pour des victimes de les poursuivre. Ces investisseurs n'ont pas de parts de contrôle dans l'actionnariat des entreprises dans lesquelles ils ont investi. Ils ne bénéficient pas des protections traditionnelles du droit international des investissements, mais leur stratégie d'investissement leur permet de désinvestir leurs parts en cas de situation à risque, voire à la survenance de la controverse et ainsi d'échapper à la responsabilité juridictionnelle. Toutefois, les acteurs économiques tels que définis *supra* peuvent quant à eux, notamment les entreprises transnationales cotées en bourse, à travers leurs entités et investissements transnationaux, répondre aux critères d'application du droit international des investissements et bénéficier de sa protection.

B. Les mécanismes des droits de l'Homme et la recherche de responsabilisation des acteurs privés

Les droits de l'Homme dépassent la seule conception d'obligation juridique, ils sont également conçus en tant que responsabilité morale et politique. Selon la conception morale, les droits de l'Homme sont considérés a minima comme des exigences éthiques bien qu'ils puissent également être consacrés en tant qu'exigences juridiques par des mécanismes règlementaires, judiciaires et administratifs légitimes. La conception politique considère les droits de l'Homme en tant que fruits d'accords politiques qui s'imposent aux individus, organisations ou États parties à l'accord ou légitimement soumis à ces parties[40].

Les instruments de la finance durable se réfèrent à plusieurs normes internationales et mécanismes de droits de l'Homme. Ces derniers ne sont toutefois pas directement opposables aux acteurs financiers et économiques, s'adressant principalement aux États (1.), et non pas aux personnes morales de droit privé, leur opposabilité dépendant de la transposition dans le droit interne. Toutefois, de nombreux instruments reconnaissent la part ou la complicité des activités économiques dans les atteintes sur les droits humains, appelant à une plus grande responsabilité des entreprises (2.).

1. Une responsabilité étatique

Les États, premiers garants des droits de l'Homme sur leurs territoires, sont liés par des engagements internationaux contraignants garantissant le respect de ces droits. Les victimes peuvent rechercher la responsabilité de l'État pour violation des droits de l'Homme et des obligations internationales devant les juges nationaux puis, par la suite, devant les cours supranationales. Elles peuvent se retourner contre les États pour leurs manquements aux obligations internationales ainsi qu'en cas de manquements à leur

[40] D.G. Arnold, « Transnational Corporations and the Duty to Respect Basic Human Rights », Business Ethics Quarterly, juillet 2010, vol. 20, nº n°03, pp. 371-399

obligation positive de contrôle des activités des entités non étatiques et de protection des personnes privées des violations des droits de l'Homme[41]. Avec les obligations positives ou de résultat, la responsabilité de l'État a été élargie, assurant une meilleure garantie des droits pour les individus et un élargissement des recours pour les victimes[42].

Le périmètre des droits reconnus est également progressivement étendu, notamment en matière d'environnement. Malgré l'absence de claire consécration du droit à l'environnement, la Cour européenne des droits de l'Homme reconnaît l'obligation des États de protection effective de la vie et de la santé contre les effets néfastes et graves du dérèglement climatique[43]. Dans son arrêt du 9 avril 2024, la Cour condamne la Confédération suisse pour son inaction climatique nuisant à la santé de ses citoyens, constitutive du manquement à son obligation positive en vertu de l'article 8, relatif au droit au respect de la vie privée et familiale de la Convention de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales[44].

Le droit international des droits de l'Homme pourrait offrir un cadre juridique solide, des règles primaires et secondaires, pour lutter contre le changement climatique. Une approche commune pourrait favoriser des solutions compréhensives et bénéfiques pour les différentes parties prenantes répondant simultanément aux enjeux des droits de l'Homme, de l'environnement et des investissements[45], a minima des acteurs économiques, tels que définis *supra*. En effet, la Cour interaméricaine des droits de l'homme (CIDH) condamne la Colombie pour violation des droits des peuples autochtones ayant autorisé des projets d'extraction pétroliers, gaziers et miniers sur leur territoire ancestral, en retenant notamment que le devoir de prévention suppose une obligation de l'État de mettre en place un cadre de règles primaires et secondaires cohérent et solide à l'égard des activités commerciales susceptibles de causer les dommages importants, « afin de garantir

[41] S. Farrior, B. Clagett, « State Responsibility for Human Rights Abuses by Non-State Actors », Proceedings of the Annual Meeting, American Society of International Law, 1998, vol. 92, pp. 299-306

[42] Dans l'arrêt Airey c. Irlande la Cour ne se contente pas d'astreindre l'État à s'abstenir d'ingérence, à cette obligation négative peuvent s'ajouter des « obligations positives inhérentes à un respect effectif de la vie familiale. »
CEDH, Chambre, *affaire Airey c. Irlande*, requête n° 6289/73, arrêt du 9 octobre 1979
Ainsi, dans l'arrêt X et Y c. Pays-Bas, la Cour reconnaît l'obligation positive d'assurer le respect effectif des droits « même dans la sphère des relations des individus entre eux. »
CEDH, Chambre, *affaire X et Y c. Pays- Bas*, requête n° 8978/80, arrêt du 26 mars 1985

[43] CEDH, Chambre, *affaire Verein KlimaSeniorinnen Schweiz et autres c. Suisse*, requête n°53600/20, arrêt du 9 avril 2024

[44] Conseil de l'Europe, Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales, signée à Rome, le 4 novembre 1950, entrée en vigueur en 1953

[45] M. Burger et al., « Rethinking Sustainability to Meet the Climate Change Challenge », Environmental Law Reporter News & Analysis, 2013, vol. 43, nº 4, pp. 10342-10357

l'effectivité du droit à un environnement sain. »[46] Un an plus tard, dans l'avis consultatif de la Cour, cette obligation de garantie des États est élargie en englobant « le devoir d'empêcher, dans la sphère privée, les tiers de violer les intérêts juridiques protégés. »[47]

Toutefois, dans de nombreux cas, la garantie des droits de l'Homme par l'État semble compromise par un déséquilibre des priorités ; notamment, l'emprise des engagements protège les intérêts économiques des investisseurs étrangers au détriment des droits humains et de l'environnement.

[46] § 296, CIDH, *affaire Peuple autochtone U'wa et ses membres c. Colombie*, arrêt du 4 juillet 2024.
[47] CIDH, avis consultatif 32/25, 3 juillet 2025.

2. Une responsabilité des entreprises

L'enjeu de la responsabilisation des entreprises en matière de droits de l'Homme réside en partie dans l'insuffisance institutionnelle et de gouvernance face aux dérives de la mondialisation, ayant accentué le déséquilibre entre, à la fois, le poids et l'influence des acteurs économiques, et leur difficulté à maîtriser les conséquences négatives et néfastes de leurs activités, créant ainsi un contexte permissif où les abus commis ne sont pas effectivement sanctionnés ni réparés[48]. Ce contexte est renforcé par des conceptions restrictives de la responsabilité des acteurs privés dans la protection et la promotion des droits de l'Homme. Ces derniers sont alors considérés comme relevant de la seule responsabilité des États, les acteurs privés étant uniquement tenus de respecter la loi, estimant que la protection des droits de l'Homme en tant que droits individuels ne concernerait que la relation entre un particulier et l'État[49].

Toutefois, tel que le confirme le Comité des droits de l'Homme des Nations Unies, l'obligation positive des États relative au droit à la vie implique « de prévenir et d'empêcher toute atteinte à ce droit par les tiers », ainsi, « même si la responsabilité, entre autres, de respecter les obligations en droit international incombe primordialement aux États, il n'en demeure pas moins qu'elle pèse sur les entreprises, en l'occurrence les multinationales »[50]. Ainsi, « [t]outes les entreprises ont la responsabilité de respecter les droits de l'[H]omme, qui sont universels, indivisibles, interdépendants et indissociables »[51]. Néanmoins, cette affirmation ne semble pas toujours juridiquement reconnue[52].

De plus, si les entreprises multinationales contribuent au développement

---

[48] §3, Assemblée Générale des Nations Unies, Conseil des Droits de l'Homme, PROMOTION ET PROTECTION DE TOUS LES DROITS DE L'HOMME, CIVILS, POLITIQUES, ÉCONOMIQUES, SOCIAUX ET CULTURELS, Y COMPRIS LE DROIT AU DÉVELOPPEMENT Protéger, respecter et réparer : un cadre pour les entreprises et les droits de l'Homme Rapport du Représentant spécial du Secrétaire général chargé de la question des droits de l'Homme et des sociétés transnationales et autres entreprises, M. John Ruggie, A/HRC/8/5, avril 2008, 30 pages.

[49] J.L. Černič, « Corporate Human Rights Obligations at the International Level », Willamette Journal of International Law and Dispute Resolution, Willamette University College of Law, 2008, vol. 16, nº 1, pp. 130-205

[50] §62, Assemblée Générale des Nations Unies, Conseil des Droits de l'Homme, Pacte international relatif aux droits civils et politiques, Observation générale no 36 sur le droit à la vie (art. 6), CCPR/C/GC/36, 3 septembre 2019, 23 pages.

[51] §7, Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, JO L, 5 juillet 2024

[52] F.-G. Trébulle, « Quelle responsabilité de prévenir les atteintes à l'environnement en matière climatique ?,- Les enseignements de l'avis de la Cour interaméricaine des droits de l'homme », Energie - Environnement - Infrastructures, LexisNexis, November 2025, vol. n° 11, pp. 11-16.

économique par leur activité, elles créent simultanément un développement inégal dévoué à l'intérêt purement économique et personnel et participant ainsi à l'érosion de la protection des droits de l'Homme[53]. Toutefois, elles sont censées, dans le cadre de leurs activités, adopter des comportements responsables, afin de participer activement au respect et à la mise en œuvre des droits de l'Homme, ainsi qu'adopter des mesures préventives nécessaires pour empêcher un impact négatif environnemental ou social de leurs activités[54].

De nombreux textes prévoient spécifiquement les obligations des acteurs privés en matière de droits de l'Homme, tels que le Pacte mondial, les Principes directeurs de l'OCDE et les Principes directeurs des Nations Unies. Le Pacte mondial des Nations Unies[55] représente une initiative importante en matière de développement durable des entreprises à l'échelle mondiale. Il s'adresse aux entreprises et encadre une démarche responsable, intégrée et fondée sur des principes pour atteindre les objectifs de développement définis par les Nations Unies.

Les Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales, initialement adoptés en 1976, constituent l'opus le plus complet concernant la responsabilité des entreprises[56]. Ils incorporent les recommandations pour les gouvernements et les entreprises en matière de protection des droits de l'Homme, l'emploi et les relations professionnelles, l'environnement, la lutte contre la corruption, les intérêts des consommateurs, la science et la technologie, la concurrence et la fiscalité. Depuis la révision des principes en 2011, les droits humains sont expressément référencés, en lien avec les travaux de John Ruggie, ancien Représentant spécial du Secrétaire général des Nations Unies pour les entreprises et les droits de l'Homme. Ainsi, les entreprises exerçant des activités depuis les États parties de l'OCDE doivent désormais respecter les principes

[53] L. Preuss, D. Brown, « Business Policies on Human Rights: An Analysis of Their Content and Prevalence Among FTSE 100 Firms », Journal of Business Ethics, Springer, 2012, vol. 109, nº 3, pp. 289-299

[54] §51, CIDH, *affaire Miskito Divers (Lemoth Morris et al.) c. Honduras*, arrêt du 31 août 2021 ;
§345, CIDH, avis consultatif 32/25, 3 juillet 2025.

[55] Le Pacte mondial englobe les principes et les valeurs ancrés dans le système de l'Organisation des Nations Unies. Le Pacte, lancé lors du Forum économique mondial de 1999, joue aujourd'hui un rôle essentiel dans le renforcement de la collaboration entre les entreprises et les Nations Unies. Ainsi, les dix principes sont fondés sur les principes fondamentaux des droits de l'Homme, et sont reconnus et référencés par de nombreuses entités étatiques et internationales.

[56] Les Principes directeurs sont organisés en deux parties, dont la première établit « Les Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales : Recommandations pour une conduite responsable des entreprises dans le contexte international », et la deuxième met en place « les procédures de mise en œuvre des Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales. »
OECD, Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales sur la conduite responsable des entreprises, Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development, 2011

et les droits de l'Homme internationalement reconnus tout au long de leur chaîne de valeur et d'approvisionnement[57]. Elles sont également encouragées à mettre en place des processus de diligence raisonnables afin d'identifier, réduire, voire prévenir la complicité et l'implication de leurs activités et de celles de leurs relations d'affaires dans les violations des droits humains[58]. Les quarante-trois États parties de l'OCDE adhérant aux Principes directeurs, couvrent une grande partie de l'activité économique et du capital investissable mondial, ils sont dès lors susceptibles d'exercer une influence sur le changement de comportement des acteurs privés. De plus, malgré leur caractère non contraignant, leur valeur informelle est reconnue et affirmée par la Cour interaméricaine des droits de l'Homme à plusieurs reprises, notamment quant à l'obligation des États de prévenir et protéger ainsi que l'obligation positive des entreprises de respecter les droits de l'Homme[59].

Les Principes directeurs des Nations Unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'Homme[60] sont considérés comme une évolution majeure en matière de responsabilité des entreprises, rappelant leur rôle d'« acteurs-citoyens invités à contribuer positivement à la réalisation du bien-être commun et […] du développement durable » [61]. Ils reconnaissent l'impact réel des entreprises sur les droits de l'Homme et adoptent une approche distincte, ne se limitant pas à la définition d'une liste restreinte des obligations.

Le respect des droits de l'Homme par les entreprises peut nécessiter différents types d'obligations, exigeant des entreprises de s'abstenir de toute ingérence dans l'exercice des droits des individus, de protéger les droits de l'Homme en empêchant les abus de la part d'autres entités, ou de participer à la réalisation des droits économiques, sociaux et culturels[62].

Ces normes véhiculent les recommandations élémentaires d'abstention dans la participation ou complicité dans les violations, voire, à travers le droit de vigilance,

[57] V. Mercier, « Responsabilité sociétale des entreprises (RSE) », Encyclopédie Sociétés, septembre 2022, vol. n° ES040
[58] *Ibid.*
[59] § 48, CIDH, affaire Miskito Divers (Lemoth Morris et al.) c. Honduras, arrêt du 31 août 2021
[60] Assemblée Générale des Nations Unies, Conseil des Droits de l'Homme, PROMOTION ET PROTECTION DE TOUS LES DROITS DE L'HOMME, CIVILS, POLITIQUES, ÉCONOMIQUES, SOCIAUX ET CULTURELS, Y COMPRIS LE DROIT AU DÉVELOPPEMENT Protéger, respecter et réparer : un cadre pour les entreprises et les droits de l'Homme Rapport du Représentant spécial du Secrétaire général chargé de la question des droits de l'Homme et des sociétés transnationales et autres entreprises, M. John Ruggie, *op. cit.* note 48
[61] V. Mercier, « Responsabilité sociétale des entreprises (RSE) », *op.cit.* note 57
[62] L. Preuss, D. Brown, « Business Policies on Human Rights », *op. cit.* note 53, pp. 289-299

demandent de veiller à ce que les entités sous leur contrôle ne commettent pas de préjudices. Toutefois, elles restent non contraignantes, nécessitant une reconnaissance et une application dans le droit interne.

C. La recherche de la responsabilisation des acteurs privés par l'approche hybride de la finance durable

Au vu du cadre juridique particulièrement complexe touchant à plusieurs domaines traditionnellement distincts, que sont le droit international public, économique, de l'environnement, des droits de l'Homme et droit interne privé, une observation cloisonnée empêcherait de saisir la complexité et la particularité des enjeux de la finance durable, et d'assurer une protection effective des droits humains. Tenant compte, également, de l'espace géographique sur lequel s'étendent les portefeuilles d'investissement, plusieurs droits nationaux, régionaux et internationaux peuvent être appliqués et ne peuvent pas toujours s'articuler harmonieusement.

La recherche de responsabilité des acteurs privés en matière de durabilité nécessite également une pluralité de réponses, dépassant uniquement l'approche normative. Ainsi, la finance durable emprunte la voie de la régulation et de la contrainte en parallèle des leviers incitatifs par les mécanismes économiques, commerciaux et de marchés et des leviers cognitifs par la sensibilisation et la transformation des perceptions.

Ces moyens affrontent, néanmoins, une dichotomie importante, d'agir pour la durabilité sans pouvoir parfaitement en saisir la notion[63]. Les crises sociales et environnementales, à l'instar du changement climatique et de l'effondrement des limites planétaires et fonctions écosystémiques, nécessitent une profonde intégration de la durabilité dans tous les aspects de la société. L'application concrète de la durabilité est, cependant, hautement contextuelle et géographiquement spécifique et nécessite une transformation fondamentale des processus d'identification et de résolution de ces défis[64].

[63] M. Burger et al., « Rethinking Sustainability to Meet the Climate Change Challenge », *op. cit.* note 45, pp. 10342-10357
[64] *Ibid.*

La finance durable et la finance responsable incorporent cette dichotomie dans leurs notions (1) à travers leur genèse (2), leurs mécanismes de responsabilisation (3) et dans leur articulation pratique (4).

1. Les notions de finance durable et responsable

La finance durable regroupe une diversité de règles de multiples niveaux d'obligatoriété, des normes contraignantes et des normes issues du *soft law* ou des engagements unilatéraux. Ainsi, elle regroupe une multitude de notions, telles que la responsabilité sociétale des entreprises (RSE)[65], l'investissement socialement responsable (ISR)[66], et l'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Ces trois notions sont souvent confondues et utilisées de manière interchangeable. Certes, elles contiennent des éléments communs ou proches, elles restent toutefois distinctes, se traduisant en plusieurs domaines juridiques au niveau international, régional et du droit interne, touchant au droit pénal, des affaires, de la consommation et au droit financier.

En France, la notion de finance durable recouvre trois concepts : la finance responsable, la finance verte et la finance solidaire[67].

La finance responsable recouvre l'ensemble des initiatives et réglementations visant à favoriser les investissements dits socialement responsables (ISR). Elle intègre des critères

[65] La RSE peut être définie comme étant, selon la norme ISO 26000 la « responsabilité d'une organisation vis-à-vis des impacts de ses décisions et de ses activités sur la société et sur l'environnement, se traduisant par un comportement transparent et éthique […]»
I. Cadet, « Chapitre 2. La norme ISO 26000 relative à la responsabilité sociétale : une norme éthique ? », in J. Le Goff, S. Onnée, Puissances de la norme, EMS Editions, Gestion en liberté, 2017, pp. 31-51

[66] L'investissement socialement responsable comprend une approche d'investissement cherchant à concilier la performance financière et le développement durable à travers l'intégration des critères financiers et extra-financiers dans les décisions d'investissement et de gestion.
Autorité des marchés financiers (AMF), « Comprendre l'investissement socialement responsable (ISR) », AMF, mai 2021, https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/finance-durable/comprendre-linvestissement-socialement-responsable-isr

[67] Banque de France, La finance durable, février 2025, https://www.banque-france.fr/system/files/2025-03/la_finance_durable.pdf

ESG : environnementaux (E)[68], sociaux (S)[69] et de gouvernance (G)[70], et suppose que les produits financiers socialement responsables concilient conjointement et au même titre, d'une part, la performance financière, et d'autre part, la performance extra-financière.

Les notions de « finance durable » et de « finance responsable » sont souvent utilisées de manière interchangeable. Ce rapprochement s'explique par le fait que la finance responsable recouvre une grande partie des régulations et des méthodologies auxquelles se réfère la finance durable. Ainsi, la finance responsable permet effectivement la mise en œuvre généralisée des objectifs de la finance durable. Par ailleurs, les deux autres concepts de la finance durable, la finance verte[71] et la finance solidaire[72], se réfèrent à des thématiques spécifiques, soit à l'environnement et la transition écologique, soit à l'économie sociale ou solidaire. A contrario, la finance responsable recouvre les approches globales d'investissements consciencieux et responsables qui concilient les critères extra-financiers et financiers et peuvent s'adapter et s'appliquer à tout type de produit financier, d'investissement ou de secteur d'activité.

En pratique le concept de finance verte est aussi fortement lié à la finance responsable[73]. La finance verte encadre les investissements ayant un impact positif sur l'environnement, en particulier lorsqu'il s'agit de la transition énergétique et écologique. Cet impact positif peut être apprécié sous le prisme de la thématique de l'activité de

[68] Ces critères permettent d'analyser la performance environnementale des actifs investis, il s'agit par exemple des émissions de gaz à effet de serre, de la consommation et du mix énergétique, de la gestion des ressources, des matières premières et des déchets, de la mise en place de mesures de protection de la biodiversité, de l'exposition aux risques du changement climatique, etc.

[69] Ces critères permettent d'analyser la performance sociale et sociétale des actifs investis, il s'agit par exemple de la mise en place de mesures d'inclusion, de diversité et de protection des employés, de la fréquence et de la sévérité des accidents, de la qualité de vie au travail, de l'exposition aux formes de travail dangereux ou précaire, de la gestion responsable de la chaîne d'approvisionnement, du respect des droits de l'Homme des personnes dans la chaîne de valeur de l'entreprise, de la protection des communautés locales, de la mise en place de mesures de protection des lanceurs d'alerte, de la responsabilité fiscale, etc.

[70] Ces critères permettent d'analyser la qualité de la gouvernance d'entreprise des actifs investis, il s'agit par exemple de la transparence et l'éthique d'affaires, de la composition et de l'indépendance des organes de gestion et d'administration, de l'intégration des facteurs de durabilité dans le modèle d'affaire, de la mise en place des mesures de lutte contre la corruption, de la présence et de la composition de différents comités tels que le comité d'audit, de rémunération, etc.

[71] La finance verte peut être définie « comme l'ensemble des opérations financières soutenant le développement durable, notamment en favorisant la transition énergétique et la lutte contre le réchauffement climatique »
Banque de France, La finance verte, juin 2024, https://www.banque-france.fr/system/files/2024-08/eco-bref_finance_verte.pdf

[72] La finance solidaire recouvre « l'ensemble des initiatives et réglementations visant à faciliter le financement de projets destinés à lutter contre l'exclusion et à améliorer la cohésion sociale. »
Banque de France, La finance solidaire, septembre 2021, https://www.banque-france.fr/system/files/2024-08/mda_finance-solidaire.pdf

[73] M. Boubakary envisage ce lien de la manière suivante : « En fait, la finance verte est une finance responsable, qui fait appel à des pratiques comptables et aux instruments financiers innovants, et qui englobe tous les types d'opérations financières dirigées en faveur de l'environnement. […] Dès lors, la finance verte, au travers des innovations financières qu'elle suscite et la satisfaction des attentes des différentes parties prenantes, aura, à coup sûr, un impact favorable sur les pratiques des entreprises, notamment leurs engagements environnementaux et leurs performances financières et extra-financières. De ce fait, elle constitue un instrument incontestable de la RSE au service d'une économie durable. »
S. Frimousse, J.-M. Peretti, « La contribution de la finance verte et durable à la performance extra-financière », Question(s) de management, EMS Editions, 2021, vol. 36, nº 6, pp. 141-166

l'entreprise investie, mais aussi en se reposant sur les instruments de la finance responsable à travers des critères extra-financiers. Dans ce second cas, une plus grande importance est donnée au pilier environnemental par rapport aux piliers social et de gouvernance.

Cette recherche se focalisera sur le sujet des droits socio-économiques et abordera la protection de l'environnement à travers les droits de l'Homme, en tant que droit à un environnement sain. Ces derniers sont mentionnés dans les référentiels tels que les ODD de l'ONU[74] et de manière superficielle dans le Règlement *Disclosure*[75], mais semblent marginalisés par cette nouvelle vague de régulations des finances responsable et durable, focalisées sur la protection de l'environnement[76]. Tel est le cas de la Taxonomie européenne qui se réfère aux droits de l'Homme uniquement à travers l'exigence de garanties minimales sociales.

Si les normes de la finance durable se focalisaient jusqu'alors sur les enjeux climatiques, la directive du Parlement européen et du Conseil sur le devoir de diligence en matière de droits de l'Homme peut rectifier cette marginalisation[77]. La directive souligne l'importance des objectifs liés aux droits de l'Homme dans le développement durable et la transition vers une économie verte et neutre sur le plan climatique. Elle met en place un régime de diligence raisonnable, renforce et harmonise ceux déjà existants sur le territoire de l'UE, permettant une responsabilisation des acteurs économiques le long de leurs chaînes d'approvisionnement mondiales, ainsi qu'un recours plus accessible aux personnes touchées par les incidences négatives des entreprises en matière de droits de l'Homme et de l'environnement[78].

---

[74] En particulier l'Objectif de développement durable 8 relatif au travail décent https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/objectifs-de-developpement-durable/

[75] Préambule §30, Article 2, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit*. note 30

[76] « Dans sa communication du 8 mars 2018, la Commission a publié son « Plan d'action : financer la croissance durable », qui lance une stratégie globale ambitieuse en matière de finance durable. L'un des objectifs annoncés dans ce plan d'action est de réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables en vue de parvenir à une croissance durable et inclusive. […] Le plan d'action reconnaît la nécessité de se fonder sur une compréhension commune et globale de la durabilité environnementale des activités et des investissements en vue de réorienter les flux de capitaux vers des activités plus durables. Dans un premier temps, des orientations claires sur les activités pouvant être considérées comme contribuant à des objectifs environnementaux permettraient d'éclairer les investisseurs sur les investissements qui financent des activités économiques durables sur le plan environnemental. D'autres orientations concernant des activités qui contribuent à d'autres objectifs en matière de durabilité, y compris les objectifs sociaux, pourraient être élaborées ultérieurement. »
Préambule §6, Règlement (UE) 2019/2088 *Ibid.*

[77] Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, *op. cit.* note 51

[78] *Ibid.*

2. Le contexte de la genèse de la finance durable et responsable

La finance responsable naît en tant qu'approche d'investissement, de la performance financière positive générée par l'intégration des facteurs extra-financiers. La conduite responsable et éthique des entreprises présentant de moindres risques financiers, de responsabilité juridique et de réputation, générant, dès lors, une meilleure performance à long terme, intéresse et attire progressivement les investisseurs. Le bénéfice financier reste le premier intérêt de la finance responsable. Cette dernière étant avant tout une approche financière dont l'objectif est la création de valeur pour les actionnaires, à la différence des parties prenantes dans leur globalité[79].

Parallèlement, la finance durable naît comme une réponse du secteur financier aux enjeux et besoins du développement durable. En effet, les deux notions semblent contradictoires mais sont en réalité interdépendantes[80]. L'adaptation de la finance au postulat du développement durable conduit les acteurs financiers et économiques à concevoir la performance de façon élargie, dépassant les intérêts purement financiers et intégrant d'autres dimensions, notamment sociales et environnementales et d'autres expressions de résultats, notamment quantitatives et qualitatives[81].

M. le Professeur Herman Daly, pionnier de l'économie écologique, conceptualise la durabilité selon deux formes principales, la forte et la faible[82]. Selon la conception faible de la durabilité, le capital naturel, les ressources naturelles et les écosystèmes peuvent être substitués par du capital produit, les technologies, les infrastructures et le capital humain[83]. Ainsi, si une ressource naturelle venait à s'épuiser, elle pourrait être compensée ou remplacée par des innovations ou des investissements économiques. Selon la conception forte de la durabilité, le capital naturel est irremplaçable dans certaines de ses fonctions

[79] S. Trébucq, « Une exploration autoethnographique de la finance durable », Gestion 2000, Association de Recherches et Publications en Management, 2013, vol. 30, nº 6, pp. 17-37
[80] V. Mercier, « Finance durable », Encyclopédie Bourse, 7. mars 2022, vol. n° EB003, p.103
[81] O. Buisine, « RSE et comptabilité environnementale », Bulletin Joly Sociétés, septembre 2021, vol. n°09, pp. 58-64
[82] H.E. Daly, Steady-State Economics, Second Edition with New Essays, Island Press, 1991, 318 pages
[83] H.E. Daly, « On Wilfred Beckerman's Critique of Sustainable Development », Environmental Values, 1995, vol. 4, nº n°01, pp. 49-70

écosystémiques, notamment le climat ou la biodiversité. Le capital naturel et le capital manufacturé sont donc complémentaires mais séparés[84]. Ainsi, la destruction des ressources naturelles ne pourrait être compensée par le capital artificiel.

Seule la forme forte est estimée assurer la protection du capital naturel et le non-épuisement des ressources non renouvelables[85]. Par extension, adaptant cela à la finance durable, seule la forme forte peut assurer une protection réelle des facteurs de durabilité, sociaux et environnementaux. A contrario, la forme faible de la durabilité ne traite que très indirectement les questions de raréfaction des ressources[86], voire plus largement la prévention d'impact négatifs.

Le travail de M. le Professeur Daly a été focalisé sur les aspects pratiques de l'interaction entre l'économie et l'écologie. Il peut, par extension, servir de fondement à l'analyse de la finance durable et responsable, en cohérence avec l'approche de matérialité financière ou de double matérialité. Notamment, le concept de matérialité financière, ou de matérialité simple, valorise uniquement les éléments et facteurs de durabilité financièrement pertinents, notamment les risques externes sociaux et environnementaux susceptibles d'affecter financièrement les entreprises et les investissements. Il s'étend aux impacts financiers de pertes de valeur directes ou aux conséquences de problèmes opérationnels ou de dommages à la réputation de l'entreprise ou de ses investisseurs. A contrario, le concept de double matérialité prend en compte deux volets, d'un côté la matérialité financière et, d'un autre côté, la matérialité d'impact, prenant en compte les incidences des activités d'entreprise sur les facteurs de durabilité, notamment l'environnement et la société.

Si les finances durable et responsable sont conçues sous la forme faible prenant en compte seulement la matérialité simple, elles se cantonnent à la seule approche de création de valeur pour l'actionnaire, délaissant les autres parties prenantes, maintenant le statu quo sans aucune transformation réelle du mode opératoire ni des acteurs financiers ni des

[84] *Ibid.*
[85] S. Trébucq, « Une exploration autoethnographique de la finance durable », *op. cit.* note 79, pp. 17-37
[86] *Ibid.*

acteurs économiques[87].

L'intervention de la régulation permet une réelle application de la finance durable, toutefois, le choix de la conception consacrée prédit le résultat ultimement atteignable.

La responsabilité des acteurs d'investissement en matière de droits de l'Homme et du dérèglement climatique a longuement été marginalisée avant d'être consacrée par les normes de la finance durable. Ces dernières catalysent la transition et mobilisent les acteurs publics et privés afin de réorienter les flux de capitaux vers des investissements à faible intensité de carbone, économes en ressources, éthiques et socialement responsables.

L'Union européenne mène la charge sur le plan international et met en place un programme normatif ambitieux visant à réformer la réglementation du secteur des services financiers. Elle agit selon deux schémas principaux, le Plan d'action pour la finance durable, visant à soutenir et à promouvoir les investissements durables au sein de l'UE à travers plusieurs règlements dont principalement Taxonomie[88] et *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR)[89], et le Pacte vert visant à atteindre la neutralité climatique d'ici 2050, par la diminution des émissions de gaz à effet de serre conformément à l'Accord de Paris[90] adopté par les Nations Unies, visant à « contenir l'élévation de la température moyenne de la planète nettement en dessous de 2 °C par rapport aux niveaux préindustriels et de poursuivre l'action menée pour limiter l'élévation de la température à 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels. »[91]

Le règlement SFDR établit un cadre juridique paneuropéen harmonisé de

[87] *Ibid.*
[88] Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, JO L, vol. 198, 22 juin 2020, pp. 13-43
[89] Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
[90] L'Accord de Paris sur le climat est un traité international sur le réchauffement climatique adopté le 12 décembre 2015, par les 197 parties membres des Nations Unies et l'Union européenne et ratifié par 192 parties signataires. Il concerne l'atténuation et l'adaptation au changement climatique ainsi que son financement.
Nations Unies, Accord de Paris adopté le 12 décembre 2015, entré en vigueur le 4 novembre 2016, R.T.N.U., vol. 3156, p. 79
[91] Préambule §3, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

transparence des acteurs et des produits financiers en matière de risques et d'incidences de durabilité[92]. Le règlement Taxonomie[93] met en place un « langage commun »[94] et une systématisation des activités durables des acteurs économiques alignées sur les objectifs environnementaux. Les deux règlements imposent respectivement des exigences visant « à accroître la confiance des investisseurs et la sensibilisation à l'impact environnemental […], à créer de la visibilité et à répondre aux préoccupations quant au risque d'"écoblanchiment" »[95]. À travers des règlements tels que Taxonomie et SFDR, l'Union européenne consacre l'obligation de transparence des acteurs financiers et économiques selon la conception de la double matérialité, leur imposant de veiller non seulement aux risques financiers posés par les facteurs de durabilité, mais également et au même titre aux potentielles et actuelles incidences négatives de leurs décisions d'investissement et d'affaires sur l'environnement et la société dans lesquels ils agissent.

Les standards présents principalement dans les marchés anglo-saxons, tels que le référentiel GRI et les recommandations TCFD et TNFD susmentionnés, adoptent l'approche de la matérialité simple, exigeant uniquement l'évaluation des enjeux financièrement pertinents. Plus récemment, les standards ISSB (en anglais *International Sustainability Standards Board*), de la fondation IFRS[96], ont été publiés en tant qu'ensemble universel de normes de transparence en matière de développement durable et de climat. Les standards ISSB incarnent le principe de matérialité financière et exigent des entreprises de fournir les informations sur les risques et les opportunités liés à la durabilité qui peuvent impacter leur valorisation, position et performance financière actuelle ou future. Les standards couvrent les indicateurs environnementaux, sociaux et de gouvernance, mais leur intégration dans les processus de suivi, évaluation et transparence

[92] Le règlement sur la divulgation de la finance durable (SFDR) est en vigueur depuis le 10 mars 2021 et a été introduit par la Commission européenne en même temps que le règlement sur la Taxonomie dans le cadre des mesures découlant du Plan d'action de l'UE sur la finance durable.
Ibid.
[93] Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88
[94] J.-M. Moulin, M. Nussenbaum, S. Schiller, La finance durable, 2024, 942 p.
[95] Par «écoblanchiment» est visée « la pratique qui consiste à commercialiser un produit financier comme étant respectueux de l'environnement afin d'obtenir un avantage concurrentiel indu alors qu'en réalité, les normes environnementales de base n'ont pas été respectées. »
§11, *Ibid.*
[96] En anglais International Financial Reporting Standards Foundation, est une organisation à but non lucratif publiant des standards internationaux en matière de transparence financière et comptabilité, et visant à harmoniser la présentation et la comparabilité des états financiers.
https://www.ifrs.org/

dépend de l'appréciation subjective par les entreprises de leur pertinence financière.

Les standards ont été annoncés à Glasgow en 2021 lors de la 26e Conférence des Parties de l'ONU (COP 26), lui accordant un soutien multipartite international et une illusion de crédibilité. Depuis leur publication, plus de trente juridictions incluant le Canada, le Brésil, l'Australie et la Türkiye ont entamé leur transposition et adoption dans leurs droits nationaux[97]. La Commission européenne a collaboré avec l'organisation ISSB sur l'interopérabilité entre ces standards et les standards européens issus de sa directive sur la transparence des entreprises en matière de durabilité[98].

[97] Deloitte, Adoption of IFRS Sustainability Disclosure Standards by jurisdiction, 14 mars 2025, https://dart.deloitte.com/iGAAP/pdf/bb0dbb96-6b4c-44d6-ab18-0b213ac9a583

[98] European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), International Financial Reporting Standards Foundation (IFRS), ESRS–ISSB Standards Interoperability Guidance, mai 2024, https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/ESRS-ISSB%20Standards%20Interoperability%20Guidance.pdf

3. Les mécanismes de responsabilisation instrumentalisés par la finance durable

La responsabilisation des acteurs privés par rapport aux facteurs environnementaux et sociaux peut se reposer sur différents mécanismes juridiques, tels que l'obligation de transparence des entreprises elles-mêmes, le devoir de vigilance ou la prise d'engagements unilatéraux pour des raisons commerciales, réputationnelles ou financières.

L'obligation de transparence permet tout d'abord une prise de conscience des acteurs financiers et économiques sur les interactions et les potentiels points de stress entre leurs modèles d'affaires, leurs activités et leurs produits, et les facteurs de durabilité en tant que « […] questions environnementales, sociales et de personnel, le respect des droits de l'Homme et la lutte contre la corruption et les actes de corruption. »[99] L'obligation de transparence nécessite des entreprises de diagnostiquer les risques, les opportunités et les impacts environnementaux, sociaux[100] et ou sociétaux[101] directs voire de leurs chaînes de valeur dans leur intégralité.

L'obligation de transparence ne vise pas directement la responsabilisation des acteurs, elle n'impose pas une quelconque démarche éthique ou durable. Elle vise à rendre visible les paramètres et performances extra-financiers historiquement marginalisés et peu connus.

L'obligation de transparence retient une attention particulière des organisations internationales, régionales, des gouvernements ainsi que des organismes indépendants. Elle a connu une inflation normative dans les récentes années avec une multitude de standards et de référentiels[102] qui ont vu le jour en Europe et sur la scène mondiale.

---

[99] Article 2, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

[100] La notion sociale se réfère au périmètre direct de l'activité de l'entreprise, notamment par rapport aux effectifs employés.

[101] La notion sociétale se réfère au périmètre extérieur de l'activité de l'entreprise, notamment par rapport aux parties prenantes, telles que les autorités de régulation, les fournisseurs, les communautés locales, les consommateurs, etc.

[102] Global Reporting Initiative (GRI) est un organisme international indépendant de normalisation qui aide les entreprises, les gouvernements et d'autres organisations à comprendre et à communiquer leur impact sur des questions telles que le changement climatique, les droits de l'Homme et la corruption.
Les recommandations du Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) et son binôme du Task Force on Nature-Related Financial Disclosures (TNFD) sont conçues pour aider les entreprises à évaluer les risques climatiques liés à la biodiversité, auxquels elles peuvent être exposées.

Sur le territoire européen, la Directive sur la publication d'informations non financières (directive NFRD, en anglais *Non Financial Reporting Directive*)[103] ensuite remplacée par la Directive sur les rapports de développement durable des entreprises (directive CSRD, en anglais *Corporate Sustainability Reporting Directive*)[104], définissent le devoir de transparence des entreprises européennes. Cette dernière a présenté une évolution importante par rapport aux champs matériel et personnel précédemment visés. Toutefois, dès son entrée en vigueur, la directive CSRD a fait objet d'un revirement politique et d'une révision conséquente visant la réduction significative des deux champs d'application[105].

Concernant les acteurs financiers spécifiquement, le Règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (Règlement SFDR, en anglais *Sustainable Finance Disclosure Regulation*) exige la transparence en ce qui concerne les risques de durabilité[106], les incidences négatives[107] sur facteurs de durabilité et les informations connexes[108] au niveau de l'entreprise et de ses activités.

Les obligations de transparence permettent toutes une certaine standardisation et, dès lors, une meilleure visibilité quant aux activités et modes opératoires des entreprises.

Une multitude d'autres référentiels existent dont les portées peuvent être généralisées, thématiques, spécialisées aux enjeux et juridictions localisées ou internationales.

[103] Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, JO L, vol. 330, 15 novembre 2014, pp. 1-9

[104] Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, JO L, vol. 322, 16 décembre 2022, pp. 15-80

[105] Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, COM/2025/80 final, 26 février 2025 ;
Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, COM/2025/81 final, 26 février 2025

[106] Article 3 : « 1. Les acteurs des marchés financiers publient sur leur site [I]nternet des informations concernant leurs politiques relatives à l'intégration des risques en matière de durabilité dans leur processus de prise de décision en matière d'investissement. »
Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

[107] Article 4 : « 1. Les acteurs des marchés financiers publient et tiennent à jour sur leur site [I]nternet :
a) lorsqu'ils prennent en compte les principales incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité, une déclaration sur les politiques de diligence raisonnable en ce qui concerne ces incidences, compte tenu de leur taille, de la nature et de l'étendue de leurs activités ainsi que des types de produits financiers qu'ils mettent à disposition […] »
Règlement (UE) 2019/2088, *Ibid.*

[108] Article 5 portant sur la transparence des politiques de rémunération en ce qui concerne l'intégration des risques en matière de durabilité.
Règlement (UE) 2019/2088, *Ibid.*

Avec la multiplication et l'amélioration des instruments portant sur la transparence, se pose la question de leur corrélation effective avec la gestion et le fonctionnement interne des entreprises. En effet, les obligations de transparence sont-elles aptes à améliorer le respect des droits de l'Homme par les entreprises ? Une première forme de responsabilité en matière de durabilité pourrait être basée sur la publication d'informations insuffisantes ou inexactes[109]. La prise de conscience des potentiels risques et impacts amenés par l'obligation de transparence peut également être un prérequis d'un changement plus profond de comportement, la transparence constituant ainsi un pilier de la gouvernance d'entreprise et un gage de l'éthique et de l'investissement responsable et durable[110].

Le devoir de vigilance est une autre méthode de recherche de responsabilité. Le devoir de vigilance impose aux investisseurs et aux entreprises d'évaluer leurs activités, leurs chaînes de valeur et d'approvisionnement afin d'identifier, de prévenir ou d'atténuer et de rendre transparents les risques et les éventuelles atteintes sur les facteurs de durabilité. Les Principes directeurs des Nations Unies, élaborés par John Ruggie, énoncent parmi leurs trois piliers[111] la responsabilité des entreprises de respecter ces droits nécessitant un travail d'examen, de veille et de gestion des impacts sur les droits de l'Homme[112].

De multiples normes contraignantes consacrent le devoir de vigilance adoptant différentes articulations et domaines sujets de veille. En France, la loi n°2017-399 du 27 mars 2017, relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre, impose aux entreprises françaises financières ou non de mettre en place un plan de vigilance afin d'identifier et de prévenir les atteintes aux droits humains et de

[109] S. Vernac, « L'entreprise financière socialement responsable », BJT févr. 2023, n° BJT202d6, février 2023, vol. n°02, nº février 2023, pp. 49-52

[110] P. de Cambourg, C. Gardes, « La donnée extra-financière comme prérequis au développement d'une finance durable », Revue d'économie financière, Association Europe Finances Régulations, 2020, vol. 138, nº 2, pp. 193-208

[111] Les Principes directeurs des Nations Unies énoncent trois principes fondamentaux de « protéger, respecter et réparer » en matière de droits de l'Homme, avec le devoir des États de protéger les droits de l'Homme, l'obligation des entreprises de respecter ces droits, la responsabilité conjointe de garantir l'accès à un recours effectif et à des mesures de réparation.
Assemblée Générale des Nations Unies, Conseil des Droits de l'Homme, PROMOTION ET PROTECTION DE TOUS LES DROITS DE L'HOMME, CIVILS, POLITIQUES, ÉCONOMIQUES, SOCIAUX ET CULTURELS, Y COMPRIS LE DROIT AU DÉVELOPPEMENT Protéger, respecter et réparer : un cadre pour les entreprises et les droits de l'Homme Rapport du Représentant spécial du Secrétaire général chargé de la question des droits de l'Homme et des sociétés transnationales et autres entreprises, M. John Ruggie, *op. cit.* note 48

[112] R. Bismuth, « The Emerging Human Rights and Environmental Due Diligence Responsibility of Financial Institutions », in C. Gortsos (dir.), International Monetary and Banking Law in the post COVID-19 World, Oxford University Press, 11 mai 2023

l'environnement dans leurs chaînes de valeur et d'approvisionnement[113]. Au niveau européen, plusieurs normes encadrent la question de la diligence raisonnable. Dans une approche généraliste, la directive sur le devoir de vigilance en matière de durabilité des entreprises (CSDDD, en anglais *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*)[114] exige des entreprises exerçant leurs activités sur le sol européen d'identifier les risques de violations des droits de l'Homme et de préjudices environnementaux par leurs activités, leurs filiales et de leur chaîne de valeur et d'approvisionnement à l'intérieur et à l'extérieur de l'Europe. Dans une approche sectorielle, l'Union européenne met en place le devoir de vigilance raisonnable en matière de droits de l'Homme et de l'environnement vis-à-vis des produits importés issus de la déforestation[115] et vis-à-vis des minerais originaires de zones de conflit ou à haut risque[116].

Le concept de vigilance raisonnable, de moindre diffusion que l'obligation de transparence, revêt le plus d'importance quant à la responsabilisation effective des acteurs financiers et économiques en matière de droits de l'Homme et de protection de l'environnement. Le devoir exige une réelle cartographie des enjeux suivie de la prise de mesures nécessaires et adéquates pour prévenir les potentielles incidences négatives résultant du spectre le plus étendu de la sphère d'intervention et d'influence des entreprises, englobant leurs opérations, celles des entités sous leur contrôle et de leurs partenaires contractuels. Ainsi, ces obligations peuvent ouvrir la voie vers l'engagement de la responsabilité des acteurs financiers et économiques pour préjudices sociaux ou environnementaux[117].

L'engagement unilatéral peut également servir de mécanisme de responsabilisation

[113] LOI n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre (1), 2017-399, 27 mars 2017
[114] Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, *op.cit*. note 51
[115] Règlement (UE) 2023/1115 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 relatif à la mise à disposition sur le marché de l'Union et à l'exportation à partir de l'Union de certains produits de base et produits associés à la déforestation et à la dégradation des forêts, et abrogeant le règlement (UE) no 995/2010, JO L, vol. 150, 9 juin 2023, pp. 206-247
[116] Règlement (UE) 2017/821 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 fixant des obligations liées au devoir de diligence à l'égard de la chaîne d'approvisionnement pour les importateurs de l'Union qui importent de l'étain, du tantale et du tungstène, leurs minerais et de l'or provenant de zones de conflit ou à haut risque, JO L, vol. 130, 19 mai 2017, pp. 1-20
[117] S. Vernac, « L'entreprise financière socialement responsable », *op. cit.* note 109, pp. 49-52

des acteurs d'investissement[118]. Les entreprises peuvent volontairement viser des objectifs d'impact positif environnemental ou social en plus des objectifs de performance financiers traditionnels. Leurs engagements peuvent bénéficier de labels internationaux, tel que le B Corp[119] ou peuvent être encadrés par la législation nationale, telle que le statut de la société à mission introduit par la loi Pacte en France[120]. Les objectifs visés doivent démontrer une certaine opérationnalité, en plus de la crédibilité de l'engagement unilatéral[121]. En vue de la législation française, les entreprises choisissant volontairement de devenir une « société à mission », doivent se doter d'une raison d'être non financière et inscrire dans leurs statuts des objectifs sociaux et environnementaux concrets ainsi que des modalités de poursuite de ces objectifs, suivies et explicitées annuellement dans un rapport annuel dédié et vérifié par un organisme indépendant tiers[122]. Si la raison d'être « permet à la société de formuler un engagement en faveur de principes directeurs qui guideront l'ensemble de ses actions » [123], la prise en compte des attentes des parties prenantes autres que les seuls actionnaires ou détenteurs de titres financiers, l'intégration des considérations environnementales et sociales voire des valeurs et des objectifs éthiques, orientent profondément la stratégie et le modèle d'affaires. Un éventuel manquement à un ou plusieurs de ces objectifs ne ferait qu'entraîner, par une injonction judiciaire, la suppression de la mention « à mission » des statuts[124], et ainsi la perte de son bénéfice commercial ou réputationnel sans réel engagement de la responsabilité au sens juridique[125]. Toutefois, l'intégration des enjeux de durabilité dans la gouvernance et dans les statuts d'entreprise sur un plan parallèle quoique non équivalent aux objectifs financiers, pourrait contribuer à un changement de comportement et une responsabilisation des acteurs financiers et économiques.

[118] *Ibid.*
[119] Le label B corp, pour « benefit corporation » est une certification internationale souscrite par des entreprises visant à concrétiser leur impact positif et visant un objectif non financier.
https://bcorporation.fr/
[120] LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, 2019-486, mai 2019
[121] S. Vernac, « L'entreprise financière socialement responsable », *op. cit.* note 109, pp. 49-52
[122] Article L210-10 du code de commerce
[123] Y. Ben Messaoud, « La raison d'être : décryptage d'une innovation en droit des sociétés — Regard français. » Les Cahiers de droit, volume 62, numéro 3, septembre 2021, p. 693–730.
Cité par R. Rhattat, S. Docq, « Les sociétés à mission : une approche par les risques », Vie & sciences de l'entreprise, ANDESE, 2025, vol. 226227, no 3-4, p. 172-188
[124] *Ibid.*
[125] Article 176, LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, *op. cit.* note 98 ; Article L210-10 du code de commerce, *op. cit.* note 122

Le rôle des normes est apprécié selon leurs différents degrés de contraintes, leurs différents champs d'application et leurs différents objectifs. Ainsi, l'effectivité de ces normes est mesurée dans la responsabilisation et le changement réel des pratiques des acteurs d'investissement tout au long de leur chaîne de valeur.

4. La multitude de typologies des investissements – l'articulation pratique de la finance durable et responsable

Les postulats de la finance durable et responsable se concrétisent par une multitude de stratégies d'investissement et d'analyses d'actifs, dont principalement l'investissement responsable et l'investissement durable.

L'investissement responsable est une approche intégrant des critères extra-financiers dans les processus de décisions d'investissement et de gestion. Les investisseurs prennent en compte les indicateurs de performance environnementaux, sociaux, sociétaux et de gouvernance (ESG), en plus des paramètres financiers afin de compléter leur analyse des éventuels risques et opportunités des potentiels investissements[126]. L'investissement responsable suppose que les enjeux ESG ont une incidence sur la performance financière des entreprises, qu'elle soit positive ou négative, directe ou indirecte. Ils peuvent résulter en gains ou pertes financières, poursuites juridiques et risques ou opportunités de réputation. Les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance peuvent également entraîner des conséquences stratégiques du fait du positionnement des décisions commerciales ou d'affaires de l'entreprise face aux enjeux de durabilité, et opérationnelles du fait de l'adaptation ou de la défaillance de l'entreprise, de ses procédures ou de son personnel face aux enjeux de durabilité.

L'intérêt principal de l'investissement responsable est l'usage de critères ESG issus d'une grille d'analyse complémentaire aux techniques traditionnelles, saisissant les potentiels risques et opportunités, afin de générer des rendements financiers, mais peut également permettre aux investisseurs d'adopter une approche plus responsable et diminuer leur impact négatif[127].

La stratégie d'investissement responsable peut se traduire au niveau de

[126] I. Holmes, S. Maule, « Responsible Investment: Addressing Sustainability Challenges Through Financial Reform », E3G, A Sustainable Finance Plan for the European Union, 2016

[127] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment, https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article

l'investissement par l'approche de la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE), visant l'intégration du développement durable dans la stratégie d'entreprise. L'approche RSE dépasse la simple transparence des indicateurs extra-financiers servant pour faciliter une évaluation de performance financière, elle tâche à concilier les objectifs économiques de l'entreprise avec la protection de l'environnement et des intérêts des parties prenantes, autres que les actionnaires[128].

La stratégie d'investissement durable vise à contribuer positivement à la protection de l'environnement et au ralentissement du réchauffement climatique. Selon le règlement Taxonomie, le caractère durable d'un investissement ou d'une activité s'apprécie selon trois critères, à savoir la contribution substantielle à un ou plusieurs des objectifs environnementaux définis par le règlement, l'absence de préjudice important à aucun des autres objectifs environnementaux et le respect des garanties minimales en termes de droits de l'Homme et du travail[129]. Le règlement SFDR réitère essentiellement les trois critères sans préciser de conditions techniques de contribution substantielle aux objectifs ou indicateurs durables. Ainsi, le règlement SFDR définit la durabilité selon la contribution aux objectifs à la fois environnementaux et sociaux[130].

Les deux règlements excluent effectivement des investissements durables ceux qui maintiennent des démarches néfastes ou polluantes dans leur chaîne d'investissement, ainsi que ceux qui ne respectent pas les droits fondamentaux.

Ces stratégies sont définies de façon générale, permettant une grande adaptabilité aux ambitions individuelles des investisseurs et entreprises.

---

[128] V. Mercier, « Responsabilité sociétale des entreprises (RSE) », *op. cit.* note 41

[129] Article 3, Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88

[130] Notamment, l'investissement durable est défini en tant qu'« investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental, mesuré par exemple au moyen d'indicateurs clés en matière d'utilisation efficace des ressources concernant l'utilisation d'énergie, d'énergies renouvelables, de matières premières, d'eau et de terres, en matière de production de déchets et d'émissions de gaz à effet de serre ou en matière d'effets sur la biodiversité et l'économie circulaire, ou un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif social, en particulier un investissement qui contribue à la lutte contre les inégalités ou qui favorise la cohésion sociale, l'intégration sociale et les relations de travail, ou un investissement dans le capital humain ou des communautés économiquement ou socialement défavorisées, pour autant que ces investissements ne causent de préjudice important à aucun de ces objectifs et que les sociétés dans lesquelles les investissements sont réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance, en particulier en ce qui concerne des structures de gestion saines, les relations avec le personnel, la rémunération du personnel compétent et le respect des obligations fiscales […] »
Article 2, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

Toutefois, en l'absence de comptabilité durable harmonisée, de cadre de suivi, de calcul et de divulgation des indicateurs de performance extra-financière et de durabilité, l'analyse et l'évaluation des éventuels impacts peuvent s'articuler de multiples façons, signalant un manque de cohérence voire de fiabilité[131]. Ainsi, il semble impossible de prédire en termes absolus les impacts financiers exacts des risques et incidences en matière de durabilité et de traduire automatiquement l'engagement éthique et responsable en une meilleure performance financière.

[131] S. Trébucq, « Une exploration autoethnographique de la finance durable », *op. cit.* note 79, pp. 17-37

II LES DIFFICULTES DE RESPONSABILISATION DES ACTEURS PRIVES EN MATIERE DE FINANCE DURABLE

La multiplication des initiatives gouvernementales, industrielles et des pratiques de marchés européens et mondiaux modifie profondément le paysage de la finance et des investissements. Toutefois, leur application présente des limites importantes. De multiples difficultés de responsabilisation sont identifiés quant aux acteurs d'investissement (A.) en matière de finance durable (B.)

A. La difficulté de responsabilisation des acteurs d'investissement

Une multitude de typologies de responsabilités collectives et individuelles existent en matière de préjudices sociaux et environnementaux. Notamment, une certaine responsabilité morale a souvent été attribuée aux personnes physiques, consommateurs du fait de leur choix contribuant à la demande de produits et services éventuellement néfastes. Leur rôle voire responsabilité est également étudié afin que leur participation à l'économie réelle soutienne la transition vers des modèles économiques durables[132]. Au niveau de la communauté internationale et de l'État, du siège social et d'accueil de l'entreprise ou de l'investisseur étranger, il existe notamment une responsabilité normative, de définir, réguler et réprimer les comportements nuisibles des acteurs privés constitutifs de préjudices environnementaux et violations des droits de l'Homme[133].

[132] Commission européenne, Étude sur le rôle potentiel des consommateurs dans la transition écologique, Proposition de directive pour donner aux consommateurs les moyens d'agir en faveur de la transition écologique et annexe, octobre 2021 ;
T.M. Devinney et al., « The Other CSR: Consumer Social Responsibility », Leeds University Business School Research Papers, 1er mai 2006, Series Research Paper No. 15-04, p. 14;
D.W. Russell, C.A. Russell, H. Honea, « Corporate Social Responsibility Failures: How do Consumers Respond to Corporate Violations of Implied Social Contracts? », Journal of Business Ethics, juillet 2016, vol. 136(4), p. 18

[133] S. Farrior, B. Clagett, « State Responsibility for Human Rights Abuses by Non-State Actors », *op. cit.* note 41, pp. 299-306

La recherche de responsabilité se focalisera sur la responsabilité morale, juridique, fiduciaire et financière qui incombent aux investisseurs, acteurs financiers, des préjudices commis par leurs actifs, entreprises et acteurs économiques desquels ils sont actionnaires ou créanciers. La finance durable leur assigne des missions et devoirs distincts, toutefois ils présentent de communes difficultés de responsabilisation.

L'une des premières problématiques de la responsabilisation des acteurs d'investissement se pose par rapport à la complexité globale de leurs chaînes de valeur. Comment assurer un encadrement effectif de ces activités multilatérales et transnationales par les normes de la finance responsable de degré variable d'obligatoriété et de champs d'application territoriaux et matériels malencontreusement délimités ?

Dans un premier temps, se pose la question de la compétence des institutions européennes pour réguler effectivement lesdites activités pouvant se situer ou avoir des effets en dehors de leur territoire[134]. A contrario, les paramètres réduits de ces normes européennes dans le cadre strict de la compétence territoriale[135] permettraient la persistance de comportements nuisibles et l'absence de responsabilité des acteurs financiers et

[134] L'application extraterritoriale en UE, peut s'examiner à travers deux exemples. Le premier est celui du règlement général sur la protection des données (RGPD). En effet le règlement en question va s'appliquer indépendamment du lieu de traitement effectif des données. Le critère de rattachement est déterminé par la localisation de l'établissement du responsable du traitement ou du sous-traitant (critère d'établissement) ou bien la localisation des personnes concernées par le traitement sur le territoire de l'Union (critère de ciblage), indépendamment du lieu de traitement des données. Dans ce sens, le règlement peut facilement avoir une extraterritorialité, du moment où le traitement des données est effectué en dehors de l'Union européenne.
Règlement (UE) 2016/679 du Parlement européen et du Conseil, du 27 avril 2016, dit Règlement général sur la protection des données (RGPD), relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, et abrogeant la directive 95/46/CE (règlement général sur la protection des données), JO L, vol. 119, 4 mai 2016, pp. 1-88 ;
Le deuxième exemple est celui de la Directive 2008/101 sur le système de quotas d'émissions de CO2 aux compagnies aériennes européennes. La directive vise les émissions produites et induites en dehors du territoire géographique de l'Union, pour seul rattachement territorial visé le fait que l'aérodrome du départ ou d'atterrissage soit en UE.
Directive 2008/101/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 novembre 2008 modifiant la directive 2003/87/CE afin d'intégrer les activités aériennes dans le système communautaire d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre, JO L, vol. 8, 13 janvier 2009, pp. 3-21 ;
En l'absence de précisions sur le champ d'application territorial dans le règlement SFDR et de la Taxonomie, nous pouvons estimer comme critère de rattachement la localisation sur le territoire d'un des États membres de l'acteur du marché financier ou la localisation du régulateur de l'agrégation du produit financier.

[135] À travers l'article 52 paragraphe 1 et 2 du TUE et l'article 355 TFUE, l'Union européenne affirme le principe de territorialité de sa compétence. En effet, en l'absence de territoire propre, l'Union affirme que sa juridiction s'exerce sur le territoire géographique de ses États membres. Toutefois, la mondialisation rend de plus en plus difficile de cantonner les effets d'une règle exclusivement sur un territoire donné. En effet, l'internationalisation juridique et économique mène à la multiplication de situations présentant un élément d'extranéité.

économiques. En outre, les marchés mondialisés et les chaînes de valeurs internationales touchent des géographies multiples amplement diversifiées impliquant des enjeux environnementaux et sociaux hétérogènes, nécessitant parfois des solutions spécifiques[136]. Certaines approches trop uniformes pourraient paraître inadaptées pour aborder l'hétérogénéité de configurations entrepreneuriales et de situations locales. En parallèle, chercher à adapter les approches aux enjeux propres à chaque secteur, taille et typologie d'entreprises pourrait mener vers une inflation normative difficilement lisible, sans pour autant couvrir toutes les situations uniques et spécifiques qui peuvent se présenter.

Dans un second temps, les acteurs multinationaux exploitent l'absence d'harmonisation entre plusieurs juridictions afin de bénéficier de moindres contraintes et coûts opérationnels. Ainsi, les engagements et les progrès en matière de durabilité restent principalement localisés dans certains pays sans changements profonds de fonctionnements néfastes, déplaçant les problèmes, délocalisant les activités hasardeuses dans les pays et les régions de moindres exigences. Sous la pression des autorités règlementaires, des investisseurs et des consommateurs, les entreprises intègrent les stratégies de développement durable, restant toutefois engagées auprès de leurs actionnaires et financiers à toujours augmenter le chiffre d'affaires, réduire davantage les coûts et améliorer les marges de profits. Si elles participent à la lutte contre le changement climatique, elles réduisent leur empreinte des émissions de gaz à effet de serre (GES) locales en transférant leurs émissions vers des pays aux réglementations environnementales moins strictes[137], exploitant des aspects sombres des chaînes d'approvisionnement mondialisées. Le dérèglement climatique constitue une menace mondiale transfrontalière réelle et indéniable. Les entreprises semblent agir seulement là où elles y sont contraintes, au détriment de l'aggravation des impacts négatifs par la délocalisation de produits polluants à l'étranger[138].

[136] Tel que dans le cadre de la protection de la biodiversité.
[137] R. Dai et al., « Outsourcing Climate Change », European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper, N° 723/2021, janvier 2022
[138] De multiples facteurs peuvent influer un bilan environnemental des produits en fonction de la localisation de leur chaîne de valeur, des processus d'extraction des matières premières, de la production et du transport de marchandises, tels que les exigences environnementales en matière d'approvisionnement responsable, de gestion de la pollution et de mix énergétique. *Ibid.*

Par ailleurs, si la recherche de la responsabilité des acteurs privés en matière de durabilité repose en particulier sur leur transparence, plusieurs problèmes structurels se posent.

Lors du processus de développement des Principes directeurs des Nations Unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'Homme, il a été recommandé que les entreprises suivent leurs performances en matière de droits humains, et qu'elles mettent en place des processus de surveillance et d'audit concernant leurs activités et celles de leurs partenaires commerciaux et fournisseurs[139]. Le rôle des parties prenantes a été souligné, notamment des décideurs politiques et des consommateurs dans la poursuite des entreprises et dans l'engagement de leur responsabilité en cas d'atteintes éventuellement graves sur les droits de l'Homme[140]. Pour cela, les entreprises ont été encouragées à volontairement rendre compte de leurs impacts et à être transparentes sur les instances potentiellement contentieuses[141].

Sans contrainte normative, il semble peu probable que les entreprises dévoilent volontairement, sans aucun autre intérêt commercial ou financier, des informations leur étant préjudiciables. Cela relève du paradoxe fondamental des recommandations, en particulier de transparence, quant aux entités à but lucratif. En dehors d'un levier incitatif ou d'une obligation contraignante passible d'une sanction suffisamment dissuasive, il n'est pas réalistement attendu que les acteurs financiers et économiques s'y conforment. Ainsi, l'entièreté et la crédibilité de cette transparence serait contestable. À l'inverse, il semble fortement contestable de récompenser les violations des droits fondamentaux en raison de leur transparence. En pratique, cela peut se manifester à travers une marchandisation de principes éthiques permettant aux entreprises de manipuler leur capital réputationnel, bénéficiant directement des préjudices sociaux et environnementaux[142].

---

[139] S.A. Aaronson, I. Higham, « "Re-righting Business": John Ruggie and the Struggle to Develop International Human Rights Standards for Transnational Firms », Human Rights Quarterly, The Johns Hopkins University Press, 2013, vol. 35, nº 2, pp. 333-364

[140] *Ibid.*

[141] *Ibid.*

[142] Le modèle d'affaires de l'entreprise Tony's Chocolonely illustre cela. Producteur de chocolat, l'entreprise base sa stratégie commerciale sur son caractère unique, l'absence totale de travail forcé dans sa chaîne d'approvisionnement du cacao. Malgré l'indéniable impact positif accompli, l'entreprise bénéficie économiquement de profonds problèmes liés à l'exploitation des travailleurs dans les industries de cacao.
Tony's Chocolonely, Tony's Chocolonely Annual FAIR Report 2023/2024, https://online.flippingbook.com/view/189607595?sharedOn=

L'obligation de transparence peut soulever une autre problématique. Les entreprises, pour des raisons concurrentielles, dévoilent des informations sociales et environnementales de façon stratégique et utilitaire, influant nécessairement sur la qualité et la fiabilité de ces derniers[143].

L'appréciation de la performance des entreprises par rapport aux facteurs de durabilité par les investisseurs joue également un rôle important dans la recherche de responsabilité des deux types d'entités. Quel périmètre d'activité les investisseurs prennent-ils en compte dans leurs approches d'investissement responsable ? Comment valorisent-ils les impacts négatifs sociaux et environnementaux éventuellement constitutifs de violation du droit international, européen et/ou national ? Les préjudices commis par les entreprises sont-ils réellement identifiés et par la suite sanctionnés par les investisseurs ? En l'absence de réaction de la part des parties prenantes, les investisseurs et les entreprises font-ils réellement face à leur responsabilité ?

Le règlement SFDR représente une véritable avancée sur ce point. Il oblige, dans une certaine mesure, les investisseurs à prendre en compte dans leurs processus d'investissement et de gestion non seulement les risques de durabilité[144] qui peuvent impacter les activités investies mais également les incidences négatives[145] que ces dernières peuvent causer sur l'environnement et la société. Toutefois, malgré ces progrès, le périmètre de l'activité analysée reste souvent limité et lacunaire. Se pose également la question de l'étendue de la responsabilité des investisseurs par rapport aux incidences négatives causées par les actions nuisibles des entreprises financées ou détenues. La responsabilité purement juridique dépendrait d'un contrôle effectif et direct que l'investisseur exercerait dans l'entité investie.

[143] S. Trébucq, « Une exploration autoethnographique de la finance durable », *op. cit.* note 79, pp. 17-37
[144] Article 3, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
[145] Article 4, *Ibid.*

B. Les difficultés de l'application des postulats de la finance responsable

La finance durable et la finance responsable rencontrent plusieurs freins conceptuels, juridiques et pratiques s'opposant à leur application. Les opposants de l'imposition des obligations en matière de droits fondamentaux soulèvent l'argument de l'incohérence voire de l'incompatibilité des responsabilités sociales et environnementales des acteurs privés avec leur responsabilité fiduciaire[146]. Cette dernière suppose une obligation de loyauté ainsi qu'une obligation de prudence de la part des fiduciaires. Notamment, les gérants financiers et les administrateurs sont tenus d'agir dans l'intérêt de leurs bénéficiaires et non dans leur intérêt propre, ainsi que d'agir avec soin, compétence et diligence[147]. Selon l'argument initial, cela supposerait que les fiduciaires sont seulement tenus de créer du profit en tenant compte des seuls intérêts des actionnaires et investisseurs. Toutefois, la responsabilité fiduciaire dépasse la création de valeurs ou de profit à court terme, nécessitant une prise en compte des intérêts des parties prenantes plus large, avec une vision à long terme[148].

Dans le contexte de la finance responsable, les facteurs de durabilité ayant une incidence sur la valeur financière de l'entreprise et de l'investissement, le rôle du fiduciaire évolue[149]. Négliger les facteurs ESG financièrement pertinents ou les risques du changement climatique peut entraîner une mauvaise anticipation des transformations de marchés, une mauvaise évaluation des risques et des opportunités et, ultimement, de mauvaises décisions d'allocation d'actifs, constituant ainsi un manquement à l'obligation fiduciaire[150].

[146] J.L. Černič, « Corporate Human Rights Obligations at the International Level », *op. cit.* note 49, pp. 130-205
[147] I. Holmes, S. Maule, « Responsible Investment: Addressing Sustainability Challenges Through Financial Reform », *op. cit.* note 126
[148] S. Rousseau, I. Tchotourian, « La gouvernance d'entreprise autrement », in C. Gendron, B. Girard, Repenser la responsabilité sociale de l'entreprise, Armand Colin, 2013, pp. 91-106
[149] United Nations Environment Programme, Finance Initiative (UNEP FI), Principles for Responsible Investment (PRI), Fiduciary Duty in the 21st Century Final Report, 2019, https://www.unepfi.org/industries/investment/fiduciary-duty-in-the-21st-century-final-report/
[150] *Ibid.*

Le système financier, de manière traditionnelle, porte peu d'attention aux facteurs non financiers ou ceux qui ne sont pas financièrement valorisables et, surtout, ceux se rapprochant de valeurs morales ou de principes éthiques comme les protections sociales et environnementales. Milton Friedman, économiste et ultralibéral, note qu'il n'existe qu'une seule responsabilité sociale pour une entreprise, d'accroître ses profits, dans les règles du jeu, notamment de la concurrence ouverte et libre[151]. Dans ce sens, il n'y point de morale dans les préoccupations et les responsabilités des entreprises. Les considérations non financières sont vues comme des freins au profit et à la croissance ; les réglementations obligeant cette prise en compte ne sont ainsi perçues que comme des contraintes. De cela relève l'argument selon lequel les entreprises seraient uniquement redevables ou responsables envers leurs actionnaires en tant que propriétaires, à la différence de leurs employés, considérés en tant que ressource ou la société dans son ensemble complètement externe[152].

L'intérêt général ne constitue pas un facteur pertinent pour les entreprises, celles-ci étant guidées par leur intérêt particulier et la logique de marché. En ce sens, la régulation a pour mission de structurer l'intégration des facteurs de durabilité à travers des mécanismes de contrainte ou d'incitation, atténuant les effets néfastes des modèles économiques traditionnels. Ainsi, la régulation joue le rôle de catalyseur de changement, mobilisant les acteurs privés et encadrant les nouvelles pratiques vers « une logique d'ouverture aux attentes sociétales »[153] et vers un développement durable.

Cela suppose une cohérence et une stabilité juridique à long terme. Néanmoins, en février 2025, l'Union européenne a publié un corpus de propositions de directives annonçant une simplification normative[154]. Le corpus Omnibus réforme et réduit

[151] M. Friedman, « A Friedman doctrine-- The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits », The New York Times, 13 septembre 1970, https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html
[152] J.L. Černič, « Corporate Human Rights Obligations at the International Level », *op. cit.* note 49, pp. 130-205
[153] A. Couret, « L'irrésistible glissement du droit des sociétés vers un droit sociétal », Bulletin Joly Bourse, 1 mai 2022, vol°05, n° BJS201a5.
[154] Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, *op. cit.* note 105
Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, *op. cit.* note 105

principalement les champs matériels et personnels de la directive CSRD sur la transparence des entreprises, de la directive CSDDD sur le devoir de vigilance et le règlement Taxonomie, définissant les activités durables. En plus de l'atteinte à l'essence même de la stratégie européenne de la finance durable en cours de déploiement, le corpus Omnibus crée une perturbation profonde pour le marché européen entier[155]. L'instabilité juridique ralentit voire arrête la mobilisation des acteurs financiers et économiques et accroît la fragilité du système financier face aux risques grandissants d'effondrement des systèmes planétaires.

Dans l'application des postulats et des normes de la finance durable, les investisseurs adoptent plusieurs postures, s'y conforment entièrement, y percevant une opportunité financière et la possibilité d'optimiser leurs portefeuilles[156] ; se conforment a minima, ignorant les risques et conséquences financières et de durabilité ; voire ne se conforment pas en pariant que dans l'instabilité politique et juridique, ils ne seront pas sanctionnés.

Ainsi, une méconnaissance ou une incompréhension règnent souvent, ce qui crée à la fois une résistance à l'application (tolérée en partie par le principe de « *comply or explain* ») et à la fois une application déformée ou spéculative. Cela induit par la suite un cercle vicieux ou une prophétie autoréalisatrice. La réticence et la déformation de l'application cohérente des postulats de la finance durable mènent vers des résultats contestables, la décrédibilisant, ce qui dissuadent par la suite d'autre acteurs dans leur application, ou entraînent des problèmes connexes.

Une question générale de compatibilité persiste quant à la finance responsable en tant que produit et mode opératoire. Vendre un produit financier durable ou responsable pose certainement la question de la raison sous-jacente de sa stratégie, ses objectifs, ses valeurs. La commercialisation et marchandisation des valeurs de la finance responsable,

[155] Le corpus Omnibus et la « simplification » du cadre normatif de la finance durable s'inscrivent dans une série de mesures incohérentes, voire considérée « quelque peu schizophrénique » sur le plan international, notamment par rapport aux risques climatiques et l'urgence environnementale toujours plus pressants.
J.-M. Moulin, « Finance durable européenne : à la recherche de l'équilibre imparfait », Revue de Droit bancaire et financier, Septembre-Octobre 2025, vol. n° 05, pp. 47-51.
[156] P. Charléty, « Les investisseurs financiers : des activistes efficaces face aux risques climatiques ? », Revue d'économie financière, Association Europe Finances Régulations, 2020, vol. 138, nº 2, pp. 139-155

des valeurs éthiques et morales, mène quasi systématiquement vers une déformation de l'idéal poursuivi.

Par ailleurs, l'application de telles valeurs au sein du système actuel, sans remise en cause de ce dernier, demeure problématique. De nouvelles stratégies sont mises en place dans le même état d'esprit et empruntent les mêmes fonctionnements qu'avant, conduisant à une distorsion de l'application ou de l'intention initiale.

Cette recherche examinera la mesure dans laquelle le cadre juridique international actuel, par ses diverses sources et ses acteurs, est adapté pour responsabiliser concrètement les acteurs financiers, gestionnaires d'actifs financiers cotés sur les marchés règlementés. La recherche adopte une approche descriptive et prospective en examinant l'état du droit actuel et les possibles améliorations de celui-ci.

Les normes de la finance responsable adoptant une approche hybride, mêlant droit souple et droit dur, ainsi qu'une approche multidimensionnelle, s'appuyant sur les mécanismes juridiques, financiers et économiques, peuvent-elles atténuer les incidences négatives des investissements sur les facteurs sociaux et environnementaux et renforcer la protection du droit à un environnement sain et des droits socio-économiques ?

Si les postulats de la finance responsable sont limités par le « fonctionnement » actuel du système financier et économique (Partie I), cette dernière se présente comme une solution conciliante et adaptée pour responsabiliser effectivement les acteurs des marchés financiers (Partie II).

Partie I : La finance responsable, une notion limitée par le « fonctionnement » actuel du système financier et économique

La finance responsable propose une approche d'investissement alternative aux postulats traditionnels visant à concilier la performance financière et la performance extra-financière. Elle adopte une approche éthique attentive aux préoccupations économiques, environnementales et sociales, visant à limiter les excès et les impacts négatifs du système financier (Chapitre 1).

Depuis quelques années, les normes en matière de finance responsable et durable se multiplient, sortant de la sphère principale du *soft law*. La finance responsable recouvre l'ensemble des initiatives et réglementations visant à favoriser des investissements dits socialement responsables (ISR) et intégrant les paramètres extra-financiers dans l'analyse de la performance financière. Sur le plan international, l'Union européenne mène la charge de la finance responsable avec un programme normatif ambitieux visant à réformer le secteur financier en incorporant des préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) et de durabilité dans les mécanismes et produits financiers, ainsi que les divers secteurs de l'économie réelle. L'Union a agi à travers deux corpus normatifs principaux, le Plan d'action pour la finance durable[157], visant à soutenir et à promouvoir les investissements responsables

[157] Commission européenne, Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre, Communiqué de presse, 8 mars 2018, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_18_1404

et durables dans l'UE, et le Pacte vert visant à atteindre la neutralité climatique conformément à l'Accord de Paris[158].

L'approche de révision de la Finance vise ainsi à révéler l'utilité sociétale de cette dernière, intégrant la notion d'utilité environnementale et sociale en plus de l'utilité économique par une prise en compte des risques et impacts non financiers, réduisant ainsi les effets néfastes, et par une amélioration réelle de la performance extra-financière des acteurs économiques et financiers visant une « transformation juste et durable » de l'économie réelle[159].

Toutefois, l'utilité sociétale de la Finance reste conditionnée par la limitation de son caractère prédateur.

Malgré des efforts normatifs importants, le respect des droits de l'Homme et la protection de l'environnement ne semblent pas garantis. En effet, la Finance traditionnelle porte peu d'importance aux facteurs non financiers, en particulier aux valeurs morales ou principes éthiques tels que les protections sociales et environnementales. En cela, « [l]'économie de marché dont la finance néoclassique est à la fois l'emblème et le fer de lance illustrerait […], de manière canonique, les pires tares d'une finance non durable qui dévorerait l'économie d'abord, la société ensuite, l'environnement enfin. »[160]

Selon les postulats néolibéraux auxquels adhèrent les systèmes financiers mondiaux[161], les considérations non financières sont perçues comme des freins au profit

[158] Commission européenne, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Le pacte vert pour l'Europe, COM (2019) 640 final, 11 décembre 2019
[159] M. Roussille, « Le cadre juridique de la finance durable se dessine », Bulletin Joly Bourse, 1 mars 2021, vol. mars-avril 2021, n°02, pp. 40-44
[160] C. Walter, « L'économie malade de la théorie financière néoclassique », Cités, Presses Universitaires de France, 21 octobre 2024, vol. 99, nº 3, pp. 65-77
[161] Notamment, le capitalisme emporte une victoire planétaire, imprégnant les systèmes financiers des principes économiques communs, de la production centrée sur le profit et du capital détenu majoritairement par les acteurs privés.

et à la croissance en entravant la compétitivité, et sont dès lors intrinsèquement impertinentes voire négatives[162]. Le système financier, par sa nature, se fie à des valeurs quantitatives et tangibles. Cependant le respect des droits fondamentaux et de la protection de l'environnement ne semble que très indirectement quantifiable, à travers une assignation d'un éventuel prix des conséquences négatives juridiques ou financières. De manière similaire, les impacts négatifs sur les facteurs non financiers semblent pris en compte uniquement à travers leur utilité et leur valeur marchande.

Les acteurs de la Finance expriment souvent une méconnaissance et une indifférence voire une hostilité dans leur application des ambitions de la finance responsable, créant à la fois une résistance à son application fidèle et une application spéculative ou déformée dans ses modes opératoires ou ses produits (Chapitre 2).

Les principes du capitalisme prennent de l'ampleur sur la scène mondiale, mais leur articulation pratique se distingue entre le capitalisme méritocratique et libéral, principalement implanté dans les économies occidentales, et le capitalisme d'État ou autoritaire, notamment implanté en Chine, en Russie et dans d'autres pays d'Asie, de l'Europe ou d'Afrique.
B. Milanovic, « Forme et hégémonie du capitalisme politique », Le Grand Continent, 11 septembre 2020, https://legrandcontinent.eu/fr/2020/09/11/le-capitalisme-sans-rival/

[162] M. Larreina, « Overcoming Recklessness in Finance and the Urgent Need for Strengthening Ethics », Revista Portuguesa de Filosofia, Revista Portuguesa de Filosofia, 2018, vol. 74, nº 2/3, pp. 409-450

CHAPITRE I : LA FINANCE RESPONSABLE, UNE NOTION QUI SUPPOSE UNE REMISE EN QUESTION D'UN SYSTEME PREDATEUR

La finance responsable vise à réformer et à repenser la Finance traditionnelle en intégrant la responsabilité sociétale des entreprises[163] et le développement durable[164]. Ces notions, en particulier la durabilité, visent à transformer à des degrés variés tous les aspects de la vie, modifiant la compréhension et la résolution des défis modernes, notamment le dérèglement climatique et la précarisation de la condition humaine. Elles permettent surtout, de façon pertinente et proactive, de devenir un « tremplin synergique de la résilience et de la cohérence éthiques, économiques et environnementales. »[165]

La finance responsable adopte des éléments du développement durable, notamment dans son approche intégrante conciliant trois domaines juridiques : le droit international économique, le droit international de l'environnement et les droits de l'Homme[166]. Empruntant une conception de prime abord simple, elle applique ces piliers au système et au droit financier, aux échelles nationale, régionale et internationale. Toutefois, l'application pratique des postulats de la finance responsable semble difficile, et ses effets nuancés (Section 2).

Le système financier occupe un rôle central dans le fonctionnement économique et social mondial. Il a pour objectif la gestion des patrimoines privés et publics et

[163] La responsabilité sociétale des entreprises présente une approche de stratégie et de gestion d'entreprise prenant en compte les impacts des décisions et des activités de cette dernière sur la société et sur l'environnement. Elle préconise un comportement transparent et éthique contribuant au développement durable.
[164] Le développement durable permet « de répondre aux besoins du présent sans compromettre la possibilité pour les générations à venir de satisfaire les leurs. » Cette définition du rapport Brundtland de 1987 a été reprise dans les travaux de la Conférence des Nations Unies sur l'environnement et le développement (CNUED), à Rio de Janeiro en 1992. Lors du « Sommet de la Terre » la définition du développement durable a été officialisée, conciliant trois éléments interdépendants et indispensables au bien-être des individus et des sociétés : la croissance économique, l'inclusion sociale et la protection de l'environnement.
Assemblée générale des Nations Unies, Conseil des droits de l'Homme, Rapport de la Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'ONU : « Notre avenir à tous », Rapport Brundtland, *op. cit.* note 1
[165] M. Burger et al., « Rethinking Sustainability to Meet the Climate Change Challenge », *op. cit.* note 45, pp. 10342-10357
[166] D. McGoldrick, « Sustainable Development and Human Rights: An Integrated Conception », The International and Comparative Law Quarterly, Cambridge University Press, 1996, vol. 45, nº 4, pp. 796-818

regroupe les acteurs des marchés financiers tels que les investisseurs privés, les entreprises, les banques, les assurances, les fonds de retraites. Sa fonction de service nécessite de répondre notamment aux besoins et aux préférences des parties prenantes, notamment des clients, en prenant en compte les préférences et les objectifs environnementaux et sociaux dans la gestion des épargnes et des investissements[167].

Réformer et réguler le système financier vise à assurer que les marchés financiers considèrent et réagissent aux signaux et aux changements tels que les enjeux sociaux et environnementaux, anticipant ainsi les évolutions de l'économie réelle et allouant les capitaux de façon adaptée. L'efficacité des réformes financières est cependant conditionnée par les changements politiques à tout niveau de la chaîne de valeur d'un investissement, notamment au sein des secteurs de l'économie réelle, tels que l'agriculture, l'énergie, l'industrie, l'infrastructure, les transports, la gestion des ressources primaires et secondaires[168].

Ainsi, le Plan de l'Union européenne pour une finance durable[169] vise à mettre en place des réformes du système financier afin de répondre aux enjeux sociaux et environnementaux et aux attentes grandissantes en la matière des citoyens, des entreprises et des pouvoirs publics européens[170]. À travers des politiques favorisant les approches responsables et durables de l'investissement, le plan vise à instrumentaliser la Finance, reconnaissant son utilité dans la contribution au développement durable et à la croissance verte[171], omettant toutefois les effets négatifs de cette dernière ainsi que son fonctionnement intrinsèquement non durable et hostile à l'intégration de facteurs non financiers (Section 1).

[167] High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG), Financing a Sustainable European Economy, Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018
[168] *Ibid.*
[169] Commission européenne, Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre, *op. cit.* note 157
[170] I. Holmes, S. Maule, « Responsible Investment: Addressing Sustainability Challenges Through Financial Reform », *op. cit.* note 126
[171] L'approche responsable de l'investissement peut soutenir le développement durable par l'intégration de facteurs ESG dans les décisions d'investissement conduisant à la réallocation du capital vers les actifs durables et par le dialogue entre l'investisseur et l'actif visant à encourager l'amélioration du comportement de l'entreprise.
Ibid.

Section 1. Le fonctionnement actuel hostile

« Permettre au mécanisme du marché de diriger seul le sort des êtres humains et de leur milieu naturel, et même, en fait, du montant et de l'utilisation du pouvoir d'achat, cela aurait pour résultat de détruire la société[172]» souligne Karl Polanyi dans son analyse historique du marché autorégulateur et de sa domination sur la société. L'auteur remarque le développement de deux mouvements parallèles dès 1834, dont les objectifs semblent inconciliables : le libéralisme économique instaurant le marché autorégulateur et les droits sociaux axés sur la protection des humains et de la nature[173].

Si la Finance incarne l'esprit du néolibéralisme (Paragraphe 1), une réforme du système financier basée sur des principes éthiques semble difficile à envisager (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. Le système financier incarnant le courant économique néolibéral

Le capitalisme, « système dans lequel l'essentiel de la production est réalisé avec des moyens de production privés, par une main-d'œuvre libre (juridiquement) employée par le capital, dans le cadre d'une coordination décentralisée »[174] et ses principes se manifestent sous différentes formes de théories économiques impulsant différents régimes politiques (A), avec le néolibéralisme devenant sa forme la plus

[172] K. Polanyi, La Grande Transformation, Gallimard, Collection Tel n° 362, 1983
[173] O. Beylerian, La grande transformation : aux origines politiques et économiques de notre temps Karl Polanyi (Traduit de l'anglais par Catherine Malamoud et Maurice Angeno. Préface de Louis Dumont), Gallimard, 1983, xix, 399 p., Can. J. Polit. Sci. Can. Sci. Polit., Cambridge University Press, mars 1986, vol. 19, n° 1, pp. 187-189
[174] B. Milanovic, « Le capitalisme méritocratique libéral », Le capitalisme, sans rival, Paris, La Découverte, Sciences humaines, 2020, pp. 29-95

extrême et son agent principal (B). La Finance, plus précisément le système financier, regroupe les acteurs des marchés financiers et mène la charge du néolibéralisme (C).

A. Le capital : plusieurs notions visant des buts similaires

Le libéralisme économique, basé sur les idéaux du capitalisme, démontre une appétence particulière pour l'exploitation des ressources humaines et matérielles. Son mode opératoire repose sur la privatisation des moyens de production, l'expropriation de la main-d'œuvre et une considération des ressources naturelles en tant que marchandise[175]. Le libéralisme économique a pour objectif fondamental d'alimenter une expansion sans fin et de maximiser les profits[176].

Plusieurs notions semblent interconnectées et méritent d'être précisées, notamment le capitalisme, le libéralisme moderne et classique et le néolibéralisme. Les postulats du capitalisme impulsent ces mouvements axés sur la propriété privée, la recherche de profit et l'économie de marché qui dictent la production et tarification des biens et la valorisation de la main-d'œuvre[177]. Le point commun à tous les systèmes capitalistes est la répartition du revenu des fonctions de production parmi deux entités, les propriétaires du capital et les travailleurs[178]. Ce partage du revenu définit par la suite la place et le pouvoir économique et politique dans la société[179]. Le capitalisme classique et le capitalisme méritocratique libéral, par leur fonctionnement, ont tendance à faire croître la part de revenu perçu par les propriétaires du capital. La concentration

[175] M.E. Salomon, « Emancipating human rights: Capitalism and the common good », Leiden Journal of International Law, Cambridge University Press, décembre 2023, vol. 36, nº 4, pp. 857-877
[176] *Ibid.*
[177] R.L. Heilbroner, P.J. Boettke, « Capitalism », Britannica Money, 29 décembre 2023, https://www.britannica.com/money/capitalism
[178] Les théories économiques traditionnelles, notamment celles élaborées dans la deuxième partie du 19e et dans la première partie du 20e siècle, se focalisent sur les notions du capital et du travail, n'identifiant pas la nature ou l'environnement comme des facteurs pertinents. Notamment, elles ne prennent pas en compte les ressources naturelles, car à l'époque, leur disponibilité n'était pas considérée comme limitée. Ainsi, l'économie, parfois décrite comme « science de la rareté », et la finance, supposé principal acteur de l'allocation efficace du capital, occulte la nature, pour se consacrer aux notions du travail et du capital, ressources estimées plus rares.
J. Boissinot, « Chapitre 6. Réconcilier la « nature », l'économie et la finance », *in*, *La Finance verte, Climat, secteur financier et transition net zéro*, Dunod, 2022, pp. 127-137.
[179] B. Milanovic, « Le capitalisme méritocratique libéral », *op. cit.* note 174, pp. 29-95

et la faible distribution de ce même capital mènent inévitablement à une hausse des inégalités entre les individus, les détenteurs du capital et les travailleurs[180].

Le néolibéralisme met l'accent sur la libre concurrence sur le marché, la liberté du commerce et du capital[181]. Il est l'un des principaux modèles du capitalisme et se distingue de ce dernier par son opposition fondamentale à l'intervention gouvernementale[182], présumée uniquement coercitive et non comme une coordination communautaire pouvant contribuer au bien-être général[183]. Il se différencie aussi du libéralisme moderne, malgré leurs racines idéologiques communes issues du libéralisme classique du XIXe siècle, défendant une économie de « laisser-faire » et les libertés des individus contre le pouvoir excessif du gouvernement[184].

Ces deux notions se distinguent progressivement, le libéralisme moderne suivant une tradition sociale-libérale, visant à prendre en compte et atténuer les conséquences néfastes sur les libertés individuelles causées ou exacerbées par un capitalisme sans limite, notamment la pauvreté, les inégalités, la maladie, etc. Le libéralisme moderne met en place des mesures de protection socio-économiques largement incarnées par l'État-providence[185].

---

[180] Notamment, l'incidence sur la distribution des revenus entre individus s'explique à la fois par le fait que les personnes tirant une large part de leur revenu du capital sont des personnes riches, et à la fois par le fait que les revenus sont concentrés entre les mains d'un nombre relativement réduit de personnes. Ainsi, le revenu perçu du capital se transforme en patrimoine et se cumule davantage que le revenu du travail. À travers les générations, l'accumulation du capital devenu patrimoine se garde et croît de façon exponentielle maintenant les cycles de distribution inégale entre les individus.
Ibid.

[181] Le néolibéralisme est souvent caractérisé par sa croyance dans une croissance économique durable comme moyen de réaliser le progrès humain, sa confiance dans le libre marché comme l'allocation la plus efficace des ressources et son accent sur une intervention minimale de l'État dans les affaires économiques et sociales.
N. Smith, « Neoliberalism », Britannica Money, Political and social science, 16 février 2024, https://www.britannica.com/money/neoliberalism

[182] Certaines théories capitalistes s'adossent, a contrario, sur le pouvoir régulateur du gouvernement, tel que la théorie de l'économie keynésienne soutenant les politiques publiques de plein emploi, exposée par John Maynard Keynes dans sa Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (1935-1936), ou le monétarisme développé en particulier par Milton Friedman, soutenant que la masse monétaire est le principal catalyseur de l'activité économique à court terme. Il estime que l'intervention gouvernementale est justifiée si elle se limite au contrôle du taux de croissance de la masse monétaire.

[183] L. Boldeman, « A Brief Account of the Historical Origins of Economic Fundamentalism », The Cult of the Market, ANU Press, Economic Fundamentalism and its Discontents, 2007, pp. 103-124

[184] Souvent associé à l'économiste Adam Smith et son ouvrage Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations, ou plus simplement la Richesse des nations (1776)

[185] N. Smith, Neoliberalism, *op. cit.* note 153

Le néolibéralisme naît des réserves de certains économistes vis-à-vis de l'emballement des dépenses publiques, notamment dans les années 1970, dans un contexte de stagnation économique et d'augmentation significative des dettes publiques. Ils préconisent de revenir sur les postulats du libéralisme classique en s'opposant radicalement à l'interventionnisme des États[186].

De ce précepte a découlé la contre-révolution ultralibérale des années 1980, avec les politiques de Margaret Thatcher permettant au « fondamentalisme du marché » de triompher[187]. Suivant ce principe, il existe seulement des individus et des marchés. La notion de société, incarnant le devoir de l'État de protéger l'intérêt général, est mise de côté[188]. Les rapports sociaux sont donc réduits à des transactions entre des personnes guidées uniquement par leurs intérêts individuels, plaçant les relations économiques et commerciales au cœur de la société et de ses politiques publiques[189].

Dans les années 1990, l'idéologie et les politiques néolibérales s'instaurent confortablement au sein des systèmes politiques occidentaux[190]. Avec la mondialisation, les économies nationales sont de plus en plus imbriquées, et le néolibéralisme devient le courant dominant sur la scène globale, ce dernier étant le gage des politiques de libre-échange et de libre circulation des capitaux internationaux.

Critiqué à plusieurs reprises comme lors de la crise de 2008, le néolibéralisme effréné n'a pourtant pas été renversé, malgré l'arrivée d'une plus grande implication

[186] Notamment, l'économiste britannique Friedrich von Hayek estimait que les mesures interventionnistes visant à redistribuer les richesses conduisaient inévitablement au totalitarisme. Ainsi, l'économiste américain Milton Friedman rejetait la politique fiscale du gouvernement comme moyen d'influencer le cycle économique. Leurs doctrines ont été consacrées par les politiques publiques du Premier ministre britannique Margaret Thatcher (1979-1990) et du président américain Ronald Reagan (1981-1989).
Ibid.
[187] X. Timbeau, « Capitalisme et inégalités », Revue d'économie financière, Association d'économie financière, 2017, vol. 128, nº 4, pp. 21-43
[188] Toutefois, une critique de cette conception est relevée. En effet, selon cette même logique, le marché n'existe pas non plus. Les notions de société civile, de système politique ou de marché sont toutes interconnectées et interdépendantes, assurant l'organisation de la société actuelle.
L. Boldeman, « The Creation of Social Order is Irreducibly a Moral Project », The Cult of the Market, ANU Press, Economic Fundamentalism and its Discontents, 2007, pp. 39-72
[189] *Ibid.*
[190] Cela s'illustre particulièrement à travers la réorientation des partis politiques traditionnellement protagonistes des protections sociales vers des postulats plus purement capitalistes, comme le parti travailliste britannique et le parti démocrate américain des années 1990
X. Timbeau, « Capitalisme et inégalités », *op. cit.* note 187, pp. 21-43

de l'Union européenne et des gouvernements dans la régulation des secteurs financier et bancaire.

La pensée théorique néolibérale menant à une financiarisation de l'économie mondiale emprunte une orientation non durable et non résiliente, exacerbant les inégalités sociales et environnementales[191]. Cette accentuation des inégalités semble particulièrement due à l'absence de « prise en compte des contraintes socio-économiques et biophysiques du monde »[192].

[191] C. Walter, « L'économie malade de la théorie financière néoclassique », *op. cit.* note 160, pp. 65-77
[192] *Ibid.*

B. Le néolibéralisme : l'agent égaré du développement humain

Si le capitalisme se manifeste sous plusieurs formes et principalement celles du néolibéralisme et du néolibéralisme globalisé, il est clair que leur objectif primaire commun est la maximisation du profit et l'accumulation de capital. Ainsi, si seule la rentabilité détermine la valeur intrinsèque d'un procédé ou d'un bien, il est facilement concevable que tous les autres facteurs et conséquences soient secondaires, voire entièrement impertinents. Plus précisément, tout processus de production dans la société industrielle génère des résultats autres que le profit, aussi appelés externalités. Celles-ci peuvent être positives mais aussi et surtout négatives, à l'instar des dommages environnementaux, des atteintes à la santé publique ou des conditions de travail indignes ou malsaines, etc.

Un paradoxe fondamental se présente également entre le néolibéralisme et le développement sociétal. Si, d'un côté, la recherche du pouvoir est infinie et le désir d'accumulation de la richesse est constant, d'un autre côté, le capital naturel et les capacités écosystémiques maintenant la vie de toutes les espèces, y compris de l'espèce humaine, sur la planète sont disponibles en quantité limitée[193]. Si le mécanisme de l'offre et de la demande détermine la valeur d'un bien, plus les ressources naturelles sont finies, plus elles seront valorisées, leur prix augmentant avec leur disponibilité décroissante. Cette valorisation ayant pour finalité non pas leur préservation mais leur consommation. En ce sens, le capitalisme semble, par ces principes, contradictoire aux protections sociales et/ou environnementales.

De plus, il érode davantage ces protections. La maximisation du profit telle qu'envisagée par le capitalisme entraîne une « course vers le bas », recherchant à se défaire d'un maximum de contraintes qui visent la prise en compte voire la prévention des externalités négatives susmentionnées. Ce phénomène est fortement lié au « paradoxe de l'investissement direct étranger », ou bien le paradoxe de l'afflux des capitaux. En théorie, les capitaux financiers sont censés aller des pays riches vers les

[193] D. Cohen, Le Monde est clos et le désir infini, Le Livre de Poche, Albin Michel, 2017

pays pauvres, des pays dont le capital physique dépasse l'offre de la main d'œuvre vers les pays où la situation est inverse[194]. Selon la théorie orthodoxe du développement économique, ces mouvements sont supposés bénéficier aux pays en développement[195], du fait de l'afflux de ressources financières étrangères et des nouvelles opportunités d'emploi. Toutefois, il semble que la tendance soit inversée.

Il a été premièrement démontré par Robert Lucas que les flux de capitaux des pays riches vers les pays pauvres étaient considérablement inférieurs aux niveaux prédits par la théorie. Puis, une étude du Fonds Monétaire International constate l'existence du paradoxe, notant que le capital, de façon globale, emprunte effectivement le chemin contraire à celui intenté, notamment des pays pauvres vers les pays riches[196].

Une des causes pourrait être la faible capacité d'absorption des investissements étrangers par les économies locales, du fait de l'insuffisance d'infrastructures, du niveau élevé de corruption, de l'instabilité politique, etc. Une capacité d'absorption suffisante serait nécessaire afin que les entreprises et les communautés locales puissent vraiment bénéficier des effets des apports technologiques, économiques ou organisationnels[197].

Une autre cause de ce paradoxe des investissements étrangers est la « course vers le bas ». Pour attirer les investisseurs étrangers, les États leur reconnaissent des traitements préférentiels, dérogatoires au droit commun, offrant réductions et allègements fiscaux, régimes de privatisation facilités, suppression des protections sociales, etc. Dans leur recherche de la main d'œuvre la moins chère et de la réduction maximale des coûts, les entreprises délocalisent leurs activités vers les pays les moins

[194] E. Prasad, R. Rajan, A. Subramanian, « Le paradoxe des flux de capitaux », Finances & Développement, mars 2007, https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2007/03/pdf/prasad.pdf

[195] Le Vocabulaire Juridique définit la notion des pays en voie de développement (PED) comme désignant habituellement : « les pays pauvres […] auxquels certains actes, accords interétatiques ou résolutions d'organisations internationales tendent de plus en plus à conférer un statut spécifique dérogeant temporairement au principe d'égalité des États et reposant sur l'idée "d'inégalité compensatrice" par rapport aux droits et devoirs reconnus aux États classés dans la catégorie des pays "développés" ».
G. Cornu, Vocabulaire juridique, *op. cit.* note 11

[196] R.E. Lucas, « Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? », The American Economic Review, American Economic Association, 1990, vol. 80, nº 2, pp. 92-96

[197] M. Alaya, D. Nicet-Chenaf, E. Rougier, « À quelles conditions les IDE stimulent-ils la croissance ? IDE, croissance et catalyseurs dans les pays méditerranéens », Mondes en développement, avril 2009, vol. 2009/4, nº 148, pp. 119-138

stricts en termes de conditions de travail et de protections environnementales, conduisant à de graves abus, tout en maintenant la profitabilité[198].

Le vecteur de développement économique le plus important étant, en théorie, l'accueil des investissements étrangers, les États en voie de développement n'ont pas d'autre choix que de proposer ces mesures d'incitation des investisseurs étrangers. Ils entrent ainsi dans une concurrence mondiale de précarité pour attirer le capital étranger.

Ces mesures limitent considérablement la capacité des États à optimiser le rendement social et économique des investissements étrangers ou d'intervenir si nécessaire pour prévenir les violations des droits de l'Homme ou protéger ses ressources naturelles[199]. Par conséquent, cela crée un détachement du projet d'investissement, permettant aux investisseurs de puiser dans les ressources naturelles et d'exploiter la main-d'œuvre sans avoir besoin de partager les bénéfices ainsi créés avec l'État d'accueil.

Ainsi, l'aggravation des conditions économiques, sociales et environnementales sur la scène mondiale, menée notamment par le dérèglement climatique, la pollution de l'air et des cycles d'eau, la déforestation, la dégradation de la qualité des sols, la propagation des maladies, l'augmentation de la pauvreté, la précarité des infrastructures sociales essentielles, nécessitent des réponses des organismes publics aux échelles locale, nationale, régionale et mondiale[200]. Toutefois, les protections accordées aux investisseurs étrangers, issues des normes de droit international des investissements, limitent la marge de manœuvre des États à inverser cette tendance vicieuse.

Le modèle économique ayant remporté une victoire planétaire – le capitalisme, en Occident sous la forme du néolibéralisme - favorise et facilite le commerce

[198] A. Smith, « Can Human Rights And Capitalism Ever Be Truly Compatible? », Human Rights Pulse, 26 avril 2021, https://www.humanrightspulse.com/mastercontentblog/can-human-rights-and-capitalism-ever-be-truly-compatible
[199] Voir *infra,* Introduction, I La recherche de responsabilité : un chemin aux issues multiples
[200] M.E. Salomon, « Emancipating human rights », *op. cit.* note 175, pp. 857-877

international en perpétuelle quête de profits plus importants et de coûts, notamment de matières premières et d'une main-d'œuvre moins chères[201]. En pratique, cela se traduit par une mobilité extrême des capitaux au détriment des personnes et de la planète, maintenant la « course vers le bas ». Ainsi, « il existe une énorme disparité entre les capacités productives créées par le capitalisme et ce qu'il délivre réellement »[202], de même qu'entre ses capacités productives et destructrices[203].

Une autre manifestation de cette « course vers le bas » est la précarisation du régime des impôts sur les sociétés et la tolérance envers l'évasion fiscale. Afin de stimuler la croissance et d'améliorer l'attractivité économique, certains pays peuvent avoir recours à la réduction des impôts sur le revenu des sociétés[204]. Cela entraîne une compétition sur la scène mondiale, dans laquelle les États sacrifient leurs finances publiques afin de ne pas perdre des entreprises pour des géographies moins coûteuses[205]. Par conséquent, et du fait de la concurrence fiscale internationale, les pays qui, pour attirer les investissements, perçoivent de faibles recettes fiscales se retrouvent ensuite dans l'incapacité de gravir les échelons du développement[206].

[201] B. Milanovic, « Le capitalisme méritocratique libéral », *op. cit.* note 174, pp. 29-95
[202] E. Meiksins Wood, « Capitalism and Social Rights », Against the Current, juin 2009, vol. 140, https://againstthecurrent.org/atc140/p2150/
[203] M.E. Salomon, « Emancipating human rights », *op. cit.* note 175, pp. 857-877
[204] Par exemple, les États-Unis réduisent le taux d'imposition des sociétés à 21 % lors de la réforme fiscale de décembre 2017, ou les gouvernements indien et colombien ont proposé des projets de loi avec des réductions similaires afin d'assurer la compétitivité et l'attractivité de leurs marchés.
M. Cárdenas, « The Sustainable Development Agenda: Race to the Top or Race to the Bottom? », Center For Global Development, novembre 2019, https://www.cgdev.org/blog/sustainable-development-agenda-race-top-or-race-bottom
[205] *Ibid.*
[206] *Ibid.*

C. L'activité financière menant la charge du néolibéralisme

Le néolibéralisme prend plusieurs formes dans la société, dont principalement celui du secteur financier au sens large.

La Finance peut incarner plusieurs rôles[207]. Représentant le système financier dans sa globalité et incarnant les principes du néolibéralisme, elle peut dès lors être qualifiée de prédatrice[208]. Elle impose en effet, à travers l'actionnariat des rendements excessifs nécessitant sans cesse de privilégier le profit sur tout autre facteur non financier, la réduction des coûts et donc la fragilisation de l'emploi et des contrats de travail, générant ainsi des effets négatifs multiples y compris des inégalités. Par ailleurs, en puisant dans des ressources limitées de manière téméraire, elle crée des externalités planétaires irréparables.

Un phénomène de financiarisation de l'économie se dévoile en particulier depuis la fin du XXe siècle, avec une accentuation de la primauté de la valeur actionnariale et de la performance financière des actifs sur le marché[209]. Ainsi, la nature de l'actionnariat change, des actionnaires individuels à la gestion collective au nom et pour le compte d'investisseurs multiples, notamment institutionnels[210], marquant la transition de « *shareholder capitalism* » vers « *investor capitalism* »[211]. La réalisation des profits et l'accroissement de la valeur sont progressivement atteints par le biais des arbitrages et mécanismes financiers, de façons obscures et spéculatives, plutôt que par le biais d'activités productives[212]. Ainsi, s'installe une logique de court-termisme, voire de « dictature de l'urgence »[213] et de poursuite de résultats et, surtout, des retours

[207] La Finance regroupe les acteurs des marchés financiers tels que les investisseurs privés, les entreprises, les banques, les assurances dont l'objectif est la gestion des patrimoines individuels ou d'entreprise, privés ou publics.
[208] P. Askenazy, « Finance et néolibéralisme », Revue d'économie financière, Association d'économie financière, 2017, vol. 128, n° 4, pp. 45-58
[209] I. Tchotourian, M. Morteo, « Une lecture juridique de l'économie « arrivante » : une autre financiarisation du droit des sociétés et des marchés », Les Cahiers de droit, Faculté de droit de l'Université Laval, 2019, vol. 60, n° 4, pp. 1151-1199
[210] « Les investisseurs institutionnels sont des organismes dont la capacité de financement permet d'effectuer des placements pour le compte d'autrui : sociétés d'assurance, caisses d'épargne, banques, Caisse des dépôts et consignations. » Investisseurs institutionnels, *op. cit.* note 38
[211] M. Useem, Investor capitalism : how money managers are changing the face of corporate America, New York: Basic Books, 1996
[212] I. Tchotourian, M. Morteo, « Une lecture juridique de l'économie « arrivante » », *op. cit.* note 209, pp. 1151-1199
[213] J. Attali (dir.), Pour une économie positive, Paris, Fayard : La Documentation française, 2013

financiers rapides priorisés par rapport aux investissements stratégiques et à long terme[214].

La Finance peut aussi être qualifiée de facilitateur d'un comportement néfaste. Par sa complexité et son opacité, elle permet à ses acteurs et aux entreprises multinationales d'éviter les régulations contraignantes que ce soit en matière d'impôts ou en matière de droits sociaux ou d'obligations environnementales ; cela, en utilisant des manœuvres dilatoires et des subterfuges tels que la déconnexion entre le lieu d'activité réelle et la localisation des revenus, la précarisation des contrats de travail avec notamment l'ubérisation de l'emploi[215], les recours excessifs aux sous-traitants afin d'éviter les charges patronales ou, enfin, la délocalisation des activités polluantes ou nuisibles vers des pays plus laxistes[216].

Avec la mondialisation, une régulation de l'économie devient progressivement à la charge des acteurs eux-mêmes, à travers notamment le droit souple ou *soft law*[217]. Ainsi, « [l]a financiarisation s'est traduite par un environnement économique déréglementé, source de l'adoption de règles plus souples, et celles-ci ont favorisé des montages financiers qui se sont complexifiés et qui ont rendu possible une dissémination du risque à l'échelle mondiale »[218]. Les excès spéculatifs et ce dynamisme financier peuvent entraîner des fluctuations constantes, contribuant à la réalisation de crises sociétales[219] et économiques telles que celle de 2008.

---

[214] I. Tchotourian, M. Morteo, « Une lecture juridique de l'économie « arrivante » », *op. cit.* note 209, pp. 1151-1199
[215] L'ubérisation se définit en tant que « remise en cause du modèle économique d'une entreprise ou d'un secteur d'activité par l'arrivée d'un nouvel acteur proposant les mêmes services à des prix moindres, effectués par des indépendants plutôt que des salariés, le plus souvent via des plateformes de réservation sur Internet ».
« Ubérisation », Larousse, https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/ub%C3%A9risation/188213
Ainsi, il s'agit d'une « nouvelle ruse du capitalisme » pour reproduire une asymétrie dans la relation de travail afin de dépasser les protections contre les précarités salariales issues des contrats de travail préexistants.
X. Timbeau, « Capitalisme et inégalités », *op. cit.* note 187, pp. 21-43
[216] P. Askenazy, « Finance et néolibéralisme », *op. cit.* note 208, pp. 45-58
[217] I. Tchotourian, M. Morteo, « Une lecture juridique de l'économie « arrivante » », *op. cit.* note 209, pp. 1151-1199
[218] *Ibid.*
[219] M.E. Salomon, « Emancipating human rights », *op. cit.* note 175, pp. 857-877

La Finance incarne le néolibéralisme et joue un rôle significatif dans l'aggravation de la situation sociétale tant sur le plan environnemental avec le dérèglement climatique, que sur le plan social, avec la précarisation de la condition humaine[220]. Ce rapprochement est lié à une montée des inégalités nuisant à la cohésion sociale dans les pays occidentaux[221].

Notamment, au nom de la concentration et de la croissance du pouvoir et de la richesse, le capitalisme financiarisé crée et creuse nécessairement et intrinsèquement les inégalités[222]. M. le Professeur Michel Aglietta distingue deux types d'inégalités produites par le capitalisme, celles au sein des nations et celles créées entre ces dernières. En effet, les inégalités qui se créent au sein des pays « proviennent des rapports structurants qui constituent le capitalisme en tant que système de pouvoirs » et ne sont maîtrisées que par les mesures collectives de politiques de redistribution et d'investissements publics[223]. Les inégalités entre les pays sont causées par les accumulations de capitaux provoquées par les systèmes financiers mondialisés déséquilibrant par la suite les relations internationales du travail. Plus précisément, les pays développés détiennent majoritairement le capital créé par la main-d'œuvre des pays en développement. La Finance provoque ainsi des effets contrastés de création de richesses extrêmes tout en augmentant la précarité de certaines populations. Ce phénomène, malgré certains progrès, par exemple en matière de lutte contre la pauvreté, ne cesse de se creuser.

La Finance s'oppose aux principes éthiques individuels ou collectifs par sa logique même, notamment la maximisation du profit. En effet, cette logique empêche que les transactions du marché soient toujours transparentes car elle stimule des arbitrages et des spéculations causant souvent de graves préjudices à certains dans le but de procurer une richesse supplémentaire à d'autres[224]. Tels des *homo economicus,*

[220] Voir *infra,* Paragraphe 1. Les crises sociétale et climatique nécessitant une réponse concrète, de la Section 2, du Chapitre I, de la Partie I
[221] P. Askenazy, « Finance et néolibéralisme », *op. cit.* note 208, pp. 45-58
[222] X. Timbeau, « Capitalisme et inégalités », *op. cit.* note 187, pp. 21-43
[223] En effet, ces mesures permettent de limiter la marginalisation des personnes et la précarisation de leurs conditions de vie en amortissant les divergences des revenus primaires, en offrant des services sociaux élémentaires, et en leur octroyant des moyens culturels, intellectuels et économiques d'adaptation aux diverses évolutions. *Ibid.*
[224] R. Ciminello, « Conflits entre éthique et finance », Revue d'économie financière, 1996, vol. 37, nº 2, pp. 301-327

les agents de la finance agissent afin de maximiser leurs propres intérêts, augmentant ainsi leurs profits, en séparant les facteurs économiques des facteurs sociaux et éthiques[225].

Si le capitalisme accorde une moindre importance, voire marginalise, les externalités négatives indépendantes de la rentabilité, cela est d'autant plus accentué quand il s'agit du système financier, en particulier quant aux facteurs extra-financiers difficiles à chiffrer. Notamment, la Finance se fie à des valeurs quantifiables, financières, comptables. Jusqu'alors, les dommages environnementaux et les violations des droits de l'Homme ne faisaient pas partie de cette équation. Ces derniers ne sont effectivement pas quantifiés dans le cadre du calcul de la performance financière, notamment dans le bilan financier, le compte de résultats et le flux de trésorerie[226]. Ils peuvent être pris en compte lors d'une analyse financière, comme les facteurs de performance extra-financière ou de la performance globale, celle-ci étant entendue comme incluant des facteurs « en dehors de la dimension économique, des dimensions sociale et environnementale »[227]. Toutefois, ces facteurs ne sont que très indirectement quantifiables et ne figurent nullement dans ces rapports financiers. Les facteurs de performance globale ou extra-financière peuvent se traduire en termes chiffrés, ayant ainsi indirectement une incidence sur la performance financière de l'entreprise. Notamment, le risque de responsabilité juridique peut présenter un risque financier à travers les coûts des procédures juridiques, le prix de l'éventuelle amende ou des dommages et intérêts, ainsi qu'à travers le dommage à la réputation. Le risque de réputation, se manifestant par une mauvaise image auprès des parties prenantes, peut

[225] J.-L. Viviani, « Investissement à impact social : une approche financière », Marché et organisations, Réseau de recherche sur l'innovation, 25 janvier 2018, vol. 31, nº 1, pp. 173-192

[226] Ces trois rapports sont généralement générés dans le cadre de la comptabilité financière d'une entreprise. Le bilan représente l'état financier, résume les actifs et les passifs et les capitaux propres d'une entreprise à un moment précis, et sert de base au calcul des taux de rendement pour les investisseurs.
J. Fernando, « Balance Sheet: Explanation, Components, and Examples », Investopedia, janvier 2024, https://www.investopedia.com/terms/b/balancesheet.asp
Le compte de résultat rend compte du produit brut, des dépenses et du profit ou de la perte d'une entreprise, permet d'analyser ses opérations, l'efficacité de sa gestion, les secteurs sous-performants et ses performances par rapport à ses pairs du secteur.
J. Chen, « Income Statement: How to Read and Use It », Investopedia, décembre 2023, https://www.investopedia.com/terms/i/incomestatement.asp
Enfin, l'état des flux de trésorerie analyse les flux de trésorerie entrants et sortants d'une entreprise, mesure comment une entreprise gère sa situation de trésorerie, notamment comment elle génère des liquidités pour payer ses dettes et financer ses dépenses d'exploitation.
C.B. Murphy, « Cash Flow Statement: What It Is and Examples », Investopedia, janvier 2024, https://www.investopedia.com/investing/what-is-a-cash-flow-statement/

[227] J. Saghroun, J.-Y. Eglem, « À la recherche de la performance globale de l'entreprise : la perception des analystes financiers », Comptabilité Contrôle Audit, Association Francophone de Comptabilité, 2008, vol. 14, nº 1, pp. 93-118

par la suite causer une perte de clientèle, un désinvestissement d'actionnaires, voire des ruptures de contrats partenaires. De cette controverse peut résulter une perte de valeur financière ou boursière de l'entreprise suite à la controverse.

En dépit de leur pertinence, les facteurs non financiers sont presque systématiquement mis à l'écart par l'analyse financière traditionnelle, ce qui explique la naissance des mouvements règlementaires et du marché de la finance responsable, durable et/ou à impact[228]. Ces derniers visent à réintroduire ces enjeux au sein des décisions d'investissement et au sein de l'orientation des capitaux. Malgré des avancées importantes, l'intégration des facteurs et enjeux non financiers et de durabilité dans les modes opératoires des acteurs économiques et financiers reste nuancée. Ainsi, leur inclusion semble déformée, suivant une logique profondément matérialiste et utilitariste.

L'absence de reconnaissance de l'épuisement du capital naturel dans le cadre de la valorisation des ressources naturelles crée un déséquilibre fondamental de priorités. La valorisation des matières premières est uniquement déterminée selon sa valeur pécuniaire en tant que produit dont le prix obéit aux fluctuations du marché, ne tenant pas compte des externalités non financières, ignorant ainsi la valorisation réelle des ressources naturelles et de la biodiversité, qui prend en compte l'impact de leur prélèvement en tant que biens communs et universels.

Il en va de même pour le respect des droits de l'Homme. Si le respect des droits fondamentaux de toutes les personnes agissant tout au long de la chaîne de valeur n'est apprécié que comme un coût négatif ou un frein au profit, et non comme une contrepartie juste dans un échange réciproque, cela induit un système visant

[228] Trois notions se distinguent.
La finance responsable recouvre les approches globales d'investissement consciencieux et responsable qui concilient les critères extra-financiers et financiers afin de diminuer les risques d'impacts négatifs sur les facteurs environnementaux et/ou sociaux.
La finance durable vise à aller au-delà de la performance financière et à rechercher une certaine performance extra-financière des produits d'investissement durable.
La finance à impact adopte une dimension plus profonde et plus concrète que la finance durable et vise à avoir un véritable impact pour améliorer la performance écologique et sociale des activités financières.
M. Roussille, « Le cadre juridique de la finance durable se dessine », *op. cit.* note 159, pp. 40-44

perpétuellement à réduire ce coût négatif. Dans ce sens, le capital naturel et le capital humain seront toujours sacrifiés[229].

La Finance peut aussi jouer le rôle de facilitateur ou d'acteur du développement, y compris du développement durable. La Finance peut avoir un effet bénéfique sur l'économie générale et sur la société car, en favorisant une bonne répartition des ressources disponibles, elle crée une croissance économique par la réalisation de plus d'investissements. Ainsi, elle peut contribuer à la bonne gestion des biens communs, et « favoriser une gestion positive et raisonnée de la ressource », mais aussi permettre « d'éviter les effets négatifs de l'activité économique »[230]. Cependant, son rôle d'acteur du développement est conditionné par sa capacité à rester au service de la production économique, des impératifs sociaux et du bien-être collectif dans le respect de l'intérêt général[231].

De plus, face à la menace grandissante du changement climatique, la Finance, traditionnellement complice, distingue certains de ses segments[232] se positionnant en tant qu'activistes du changement. Toutefois, la lutte contre le changement climatique, en particulier celle menée par la finance durable, peut servir d'instrument afin de creuser davantage les écarts, menant vers une certaine multiplication ou une délocalisation des incidences négatives.

[229] La précarisation des droits humains les plus essentiels à des fins de transition énergétique est un de ces exemples. Notamment avec la mise en place d'objectifs ambitieux au niveau de l'Union européenne, le besoin en matières premières augmente drastiquement, surtout concernant des minerais comme le cobalt qui sont issus de régions en conflit, telles que la République Démocratique de Congo, où les conditions de travail forcé, de travail des enfants et diverses autres instances de conditions déplorables de travail ont été enregistrées.
P. Askenazy, « Finance et néolibéralisme », *op. cit.* note 208, pp. 45-58
[230] T. Sibieude, C. Blazy, « Chapitre 1. Un cadre de référence pour la finance : le développement durable », *in. Finance à impact, Une finance au service de l'intérêt général et du bien commun ?*, Questions de société, EMS Éditions, 2023, pp. 25-40.
[231] R. Ciminello, « Conflits entre éthique et finance », *op. cit.* note 224, pp. 301-327
[232] Notamment, ceux de la finance durable ou à impact.

Paragraphe 2. La finance éthique : une contradiction fondamentale

La Finance incarne plusieurs rôles. Depuis peu, une finance éthique apparaît comme un acteur du changement, un instrument de la transition écologique juste et équitable. Toutefois, l'interaction entre le système financier et les protections sociales et environnementales comme manifestations des principes moraux et éthiques semble difficile (A), résultant en une contradiction profonde (B).

A. Une dynamique difficile

Les économistes depuis Adam Smith, notamment Milton Friedman, soulignent que les protections sociales sont non seulement incompatibles avec le libre marché mais y portent davantage atteinte. Elles réduisent la liberté individuelle, nuisent aux droits de propriété, à l'effort économique et dès lors à la prospérité générale[233]. Ils estiment que les protections sociales empiètent sur le fonctionnement des marchés en essayant de réallouer les ressources en dehors du schéma de la concurrence saine, de l'offre et de la demande et d'une vision idéalisée de méritocratie[234].

Les protections sociales visent à répondre aux besoins, supposant des droits légaux [235]. Elles distinguent les notions d'un droit social et d'un bien privé. Dans l'exemple de la santé, la vision néolibérale la définirait en tant qu'offre de soins se

[233] G.V. Rimlinger, « Capitalism and Human Rights », Daedalus, The MIT Press, 1983, vol. 112, nº 4, pp. 51-79

[234] Le capitalisme méritocratique est remis en question par de nombreux auteurs, tels que Micheal J. Sandel dans son ouvrage Tyranny of Merit. L'idée de la méritocratie hiérarchise les individus en fonction de leur capacité de production, supposant en contrepartie une récompense adaptée à la valeur de la contribution au profit. Ainsi, cette illusion de mérite rationalise les inégalités produites par le système capitaliste.
M.J. Sandel, The Tyranny of Merit, What's become of the common good, Farrar, Straus and Giroux, 2020
Le rôle de la notion de mérite dans la conception des hiérarchies sociales et l'implication de cette dernière dans le creusement des inégalités a également été étudié par Costas Panayotakis, réexaminant la thèse de Davis-Moore sur la nature et l'opportunité de stratification sociale et hiérarchisation inhérente des sociétés.
En effet, la société capitaliste est non méritocratique par nature, malgré l'« illusion méritocratique » générée par sa logique structurelle.
C. Panayotakis, « Capitalism, Meritocracy, and Social Stratification: A Radical Reformulation of the Davis-Moore Thesis », The American Journal of Economics and Sociology, 2014, vol. 73, nº 1, pp. 126-150

[235] G.V. Rimlinger, « Capitalism and Human Rights », *op. cit.* note 233, pp. 51-79

rapprochant de la logique de propriété, où l'accès dépend de la capacité à payer[236]. A contrario, les droits sociaux se basent sur le principe de l'universalité et octroient des protections à toutes les personnes du seul fait de leur humanité, indépendamment de leur statut ou de leur capacité à travailler ou à produire.

Après la Seconde Guerre mondiale, la société fait face aux effets dévastateurs de la Grande dépression et de la guerre, ce qui mène vers un sentiment de solidarité accru et de nécessité de protection collective[237]. Cela se manifeste par des garanties universelles reconnues de façon égalitaire pour divers risques, telles que les réformes formulées dans le rapport de Sir William Beveridge de 1942, qualifiant les droits sociaux de minimum vital[238]. Ce dernier inspire par la suite plusieurs grands textes des droits socio-économiques, à l'instar de la « Déclaration de Philadelphie » de 1944 de la Conférence internationale du Travail, élargissant le champ de compétence de l'Organisation internationale du travail (OIT) et affirmant le caractère fondamental des droits humains devant être l'élément central de toute politique nationale[239]. Un autre exemple est la Déclaration universelle des droits de l'Homme des Nations Unies de 1948, consacrant les droits socio-économiques essentiels de toute personne « indispensables à sa dignité et au libre développement de sa personnalité » [240], et destinée à garantir « un niveau de vie suffisant pour assurer sa santé, son bien-être et ceux de sa famille […] »[241].

[236] V. Ald, S. Hpd, « Neoliberal meritocracy and financial capitalism: consequences for social protection and health », Cienc. Saude Coletiva, Cien Saude Colet, juillet 2018, vol. 23, n° 7
[237] G.V. Rimlinger, « Capitalism and Human Rights », *op. cit.* note 233, pp. 51-79
[238] Le plan Beveridge est considéré comme une norme de référence internationale en matière de droits sociaux après la guerre. Il se distingue des modèles de social-démocratie par son focus sur les mesures de protection individuelle, remplaçant la dépendance à la redistribution solidaire.
[239] Organisation internationale du travail (OIT), Déclaration concernant les buts et objectifs de l'Organisation internationale du travail, dite Déclaration de Philadelphie, adoptée le 10 mai 1944
[240] Article 22 de la Déclaration universelle des droits de l'Homme : « Toute personne, en tant que membre de la société, a droit à la sécurité sociale ; elle est fondée à obtenir la satisfaction des droits économiques, sociaux et culturels indispensables à sa dignité et au libre développement de sa personnalité, grâce à l'effort national et à la coopération internationale, compte tenu de l'organisation et des ressources de chaque pays. »
Assemblée générale des Nations Unies, Déclaration universelle des droits de l'Homme, Résolution 217 A (III), adoptée le 10 décembre 1948
[241] Article 25 de la Déclaration universelle des droits de l'Homme : §1 « Toute personne a droit à un niveau de vie suffisant pour assurer sa santé, son bien-être et ceux de sa famille, notamment pour l'alimentation, l'habillement, le logement, les soins médicaux ainsi que pour les services sociaux nécessaires ; elle a droit à la sécurité en cas de chômage, de maladie, d'invalidité, de veuvage, de vieillesse ou dans les autres cas de perte de ses moyens de subsistance par suite de circonstances indépendantes de sa volonté. »
Ibid.

Ainsi, ces protections limitent le pouvoir que le marché aurait exercé sur la société, notamment quant aux protections les plus essentielles, telles que l'accès à la santé, à l'éducation, à des garanties de travail décent, aux logements sociaux, etc. Cette opposition au capitalisme est perçue par certains économistes comme injuste et futile car le marché, si *véritablement* libre, est présumé être le seul en mesure d'assurer une justice sociale à long terme[242].

Toutefois, plusieurs recherches empiriques démontrent la difficulté à établir une corrélation ou causalité entre les limites sur le marché issues des protections sociales et de l'État-providence et l'empêchement réel de celui-ci à atteindre de meilleurs résultats en termes de développement humain[243].

Si ces protections résultant des garanties des droits de l'Homme, diminuent certaines libertés en limitant le marché autorégulateur, ne serait-ce dans un but d'intérêt général et, dès lors, justifié ? Les impôts ou charges sociales sont décriés par les économistes classiques, car perçus comme des atteintes à la propriété privée et caractérisés comme des limitations aux libertés fondamentales. Néanmoins, si ces atteintes sont analysées à travers le prisme de leurs conséquences globales, il peut paraître que, dans leur ensemble, les protections sociales contribuent à garantir les libertés et les droits fondamentaux d'un plus grand nombre de personnes[244] et dans une plus grande mesure. En effet, cette atteinte suppose une meilleure protection collective contre une variété de risques sociaux auxquels il serait considérablement plus difficile de répondre individuellement.

Par ailleurs, si les critiques du néolibéralisme classique s'opposent à ces privations de la propriété privée, c'est parce qu'elles étaient historiquement arbitraires,

---

[242] Q. Slobodian, Globalists: The End of Empire and the Birth of Neoliberalism, Harvard University Press, 2018

[243] Lester Thurow a examiné les données sur la croissance économique réelle en relation avec les efforts de redistribution et de protection des revenus pour douze pays de l'OCDE de 1960 à 1977. Il en a conclu que les pays présentent des résultats divers en termes de degré d'inégalité et de redistribution et leur ultime impact sur la performance économique des pays. Indépendamment du lien entre équité et efficacité, l'auteur estime que même si certains pays démontrent une volonté de tolérer les inégalités, cela ne sera suffisant pour garantir leur efficacité.
D'autres études, comme celle de Henry J. Aaron, affirment qu'il n'existe aucune preuve suffisamment forte des effets économiques des dépenses sociales pour justifier des changements significatifs dans le système fondamental de retraite du pays.
G.V. Rimlinger, « Capitalism and Human Rights », *op. cit.* note 233, pp. 51-79

[244] Ces questions ayant fait l'objet de la conférence du Conseil de recherche en sciences sociales tenue à l'Université de York en avril 1981, soutenant l'idée que, *summa summarum*, l'État-providence accroît la liberté humaine.
Ibid.

souvent motivées par des discriminations ethniques ou religieuses. Cette critique n'est pas applicable aux systèmes fiscaux contemporains censés viser équitablement et de manière impartiale toute personne dans un but d'intérêt général.

Les droits de l'Homme sont donc perçus comme un défi pour le capitalisme[245].

Malgré leur dynamique difficile, ces deux mouvements ne sont pas si indissociables. Chronologiquement, les progrès des droits sociaux et politiques semblent se développer en même temps que l'expansion du capitalisme tout au long du XXe siècle. Étant intrinsèquement liés au capitalisme, ils sont apparus comme un produit de l'organisation capitaliste, conçus à la fois pour le contenir et à la fois pour le permettre.

En effet, afin de maximiser la productivité, et dès lors les profits, le capitalisme nécessite des classes ouvrières industrielles un travail hautement efficient, leur octroyant ainsi les protections nécessaires[246]. Conséquemment, le développement de l'État-providence, l'incarnation des protections sociales, est une caractéristique universelle des démocraties capitalistes[247]. Le capital privé exerce une certaine pression sur la société en tant que source vitale de croissance économique et de développement. Dans ce sens, l'État-providence a un « intérêt personnel » inhérent à accorder un traitement préférentiel à l'économie capitaliste[248].

Les droits de l'Homme ne seraient dès lors plus uniquement un défi pour le marché, visant à limiter ses dérives, ils en seraient aussi les protecteurs [249].

[245] *Ibid.*
[246] *Ibid.*
[247] D. Garland, The welfare state: A Very Short Introduction, Oxford University Press, 2016
[248] G.V. Rimlinger, « Capitalism and Human Rights », *op. cit.* note 233, pp. 51-79
[249] M.E. Salomon, « Emancipating human rights », *op. cit.* note 175, pp. 857-877

B. Le résultat : une contradiction profonde

Les différents mouvements de la finance responsable prennent leurs origines dans des convictions religieuses et éthiques puis des contestations politiques qui apparaissent dès le XVIIe siècle, notamment avec la lutte contre l'esclavage, la vente d'armes, la consommation d'alcool, ainsi que l'émergence des droits de la femme et la préservation de l'environnement[250]. Tout d'abord, l'investissement éthique adopte une approche de sélection négative avec l'exclusion de certains types d'actions nommées « *sin stocks* »[251] ou de secteurs économiques considérés comme « immoraux ».

Depuis, la finance responsable prend la forme d'un activisme actionnarial. Ce mouvement se concrétise à partir du milieu du XXe siècle dans l'optique de faire pression sur les entreprises à travers l'actionnariat, influençant leur implication dans certaines activités. En particulier, il s'agit d'une approche de désinvestissement des entreprises ayant des intérêts financiers en lien avec la guerre du Vietnam ou l'apartheid en Afrique du Sud[252]. Cette approche existe toujours, avec la dénonciation des entreprises maintenant leurs activités en Russie depuis l'invasion de l'Ukraine[253].

La finance responsable et la notion d'investissement socialement responsable (ISR) se développent à partir de ces postulats et impulsent un mouvement visant à repenser la Finance traditionnelle. Ce sont les grandes institutions financières telles que les fonds de pension, les mutuelles et les assurances qui mènent cette concrétisation, cherchant à diminuer les risques intrinsèques pour leurs investissements. Ces investisseurs intègrent les notions de responsabilité sociale des

[250] C. Revelli, « L'investissement socialement responsable. Origines, débats et perspectives », Revue française de gestion, Lavoisier, 2013, vol. 236, n° 7, pp. 79-92
[251] *Ibid.*
[252] *Ibid.*
[253] Notamment, Yale School of Management a développé une liste des entreprises qualifiant leur implication en ou avec la Russie depuis l'invasion en Ukraine en février 2022. Cette liste est utilisée comme outil d'information des décisions d'investissement, les investisseurs excluant les entreprises opérant toujours en Russie.
J. Sonnenfeld, et al., « Yale CELI List of Companies in relation to Russia », Yale School of Management, 2024, https://som.yale.edu/story/2022/over-1000-companies-have-curtailed-operations-russia-some-remain

entreprises (RSE) et de développement durable[254] dans leur analyse des risques et ultimement dans leurs décisions d'investissement[255].

L'idée de la responsabilité sociale des entreprises est considérée pour la première fois par Howard R. Bowen en 1953 dans son ouvrage *Social Responsibilities of the Businessman*[256], examinant de façon approfondie l'éthique des affaires, des stratégies et des décisions managériales. La question de la moralité du comportement d'une entreprise se développe dans les années 1960 et 1980 avec l'arrivée des premières entreprises multinationales[257]. Ainsi, à la suite de la crise d'abord financière puis économique, sociale et industrielle de 2008, la responsabilité sociale des entreprises devient un sujet fondamental.

Selon la norme ISO 26000[258,] la RSE est définie en tant que « responsabilité d'une organisation vis-à-vis des impacts de ses décisions et de ses activités sur la société et sur l'environnement, se traduisant par un comportement transparent et éthique qui : contribue au développement durable y compris à la santé et au bien-être de la société, prend en compte les attentes des parties prenantes, respecte les lois en vigueur et est compatible avec les normes internationales et est intégré dans l'ensemble de l'organisation et mis en œuvre dans ses relations. »[259] Les entreprises certifiées démontrent leur engagement, reconnaissant l'universalité et l'applicabilité indivisible de ces droits dans tout ordre juridique, indépendamment de l'existence d'instruments contraignants et protégeant les droits en question.

À ce stade, la responsabilité sociétale des entreprises se base principalement sur les normes d'autorégulation souscrites par les entreprises de manière volontaire, certifiant leur engagement éthique sans pour autant compromettre ou remettre en cause leur modèle d'affaires ou l'objectif de performance financière et de profit.

---

[254] Le développement durable est défini par le rapport Brundtland de 1987 en tant qu'un développement sociétal et économique capable « de répondre aux besoins du présent sans compromettre la possibilité pour les générations à venir de satisfaire les leurs ». La définition a été reprise dans les travaux de la Conférence des Nations Unies sur l'environnement et le développement (CNUED), à Rio de Janeiro en 1992.
Assemblée générale des Nations Unies, Conseil des droits de l'Homme, Rapport de la Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'ONU : « Notre avenir à tous », Rapport Brundtland, *op. cit.* note 1

[255] C. Revelli, « L'investissement socialement responsable. Origines, débats et perspectives », *op. cit.* note 250, pp. 79-92

[256] H.R. Bowen, Social Responsibilities of the Businessman, University of Iowa Press, 1953

[257] E.R. Freeman, Strategic Management: A Stakeholder Approach, Cambridge (GB), Cambridge University Press, 1984

[258] La norme ISO 26000 est une certification non contraignante servant de modèle pour les entreprises qui veulent adopter dans leurs activités des mesures dans le cadre de la responsabilité sociétale des entreprises.

[259] Norme ISO 26000, cité par I. Cadet, « Chapitre 2. La norme ISO 26000 relative à la responsabilité sociétale : une norme éthique ? », *op. cit.* note 65, pp. 31-51

L'Organisation internationale du travail (OIT) et son Conseil d'administration du Bureau international du travail (BIT) proposent une autre définition selon laquelle : « les entreprises prennent en considération les effets de leurs activités sur la société et affirment leurs principes et leurs valeurs tant dans l'application de leurs méthodes et procédés internes que dans leurs relations avec d'autres acteurs »[260]. L'approche élargit son périmètre, prenant en compte les effets des activités non seulement sur les actionnaires, principalement intéressés par la rentabilité, mais aussi sur les autres parties prenantes,[261] impliquant la prise en considération d'autres facteurs[262]. La responsabilité sociétale des entreprises transforme la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes non seulement à travers la considération des effets potentiellement néfastes, mais aussi avec l'inclusion de leurs perspectives au sein de la stratégie corporative. Elle pacifie des relations traditionnellement supposées conflictuelles[263], permettant le développement d'une approche corporative plus holistique et informée des enjeux autres qu'uniquement financiers.

Avec le temps, la RSE, reflétant ces considérations, s'articule autour de trois piliers fondamentaux intégrant les préoccupations environnementales, sociales et économiques. Elle se développe ainsi comme une approche managériale et non seulement philanthropique, se reposant principalement sur la notion de développement durable[264]. Elle est définie comme l'intégration volontaire par les entreprises de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités et leurs relations commerciales et d'affaires, voire comme un objectif de contribution positive aux objectifs non financiers ou de durabilité.

Les deux notions de la responsabilité sociétale des entreprises et du développement durable constituent les premiers piliers de la finance responsable et de l'investissement socialement responsable (ISR) visant à réformer la finance.

---

[260] Conseil d'administration du Bureau international du travail, en sa 295e session (mars 2006)
[261] Telles que les consommateurs, les communautés locales, les fournisseurs, les partenaires d'affaires, la société civile, l'État, les institutions publiques, etc.
[262] E.R. Freeman, Strategic Management: A Stakeholder Approach, *op. cit.* note 257
[263] *Ibid.*
[264] C. Revelli, « L'investissement socialement responsable. Origines, débats et perspectives », *op. cit.* note 250, pp. 79-92

La finance responsable recouvre les approches globales d'investissement consciencieux et responsable qui concilient les critères extra-financiers et financiers[265] et peuvent s'adapter et s'appliquer à tout type de produit financier, d'investissement ou de secteur d'activité. Elle encourage auprès des entreprises une prise en compte des facteurs non financiers, en particulier des risques et des incidences négatives en matière de durabilité. À travers la réglementation de la transparence, la finance responsable vise à inciter les entreprises à prendre en compte la « performance globale »[266] et l'impact réel des activités sur la société et la planète en dehors du bilan financier. En ce sens, elle s'inspire des principes de la responsabilité sociétale des entreprises en adaptant l'approche à l'échelle et aux enjeux d'investissement[267].

Toutefois, les fondements de la responsabilité sociale des entreprises, en conséquence de la finance responsable, sont profondément contestés par plusieurs économistes néolibéraux, qu'il s'agisse de la notion de responsabilité ou de ses motivations morales.

Tout d'abord, Milton Friedman, économiste et ultralibéral note dans son article du même nom que : « la responsabilité sociale de l'entreprise est de faire du profit »[268]. Il estime que seules les personnes physiques peuvent avoir des responsabilités. Au sein d'une entreprise, la seule responsabilité est celle imposée au chef d'entreprise ou au dirigeant envers les propriétaires ou les actionnaires de l'entreprise. Cette responsabilité, fidèle à la mission de l'entreprise, serait notamment de produire autant de richesse que possible tout en se conformant aux lois et règles de la société. Toute autre responsabilité dite sociale ou environnementale serait directement contradictoire à sa responsabilité envers ses employeurs[269] de créer de la richesse.

[265] « Finance responsable », Banque de France, 28 novembre 2016, https://abc-economie.banque-france.fr/mot-de-lactu/finance-responsable
[266] J. Saghroun, J.-Y. Eglem, « À la recherche de la performance globale de l'entreprise », *op. cit.* note 227, pp. 93-118
[267] Finance responsable, *op. cit.* note 265
[268] M. Friedman, « A Friedman doctrine-- The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits », *op. cit.* note 151
[269] *Ibid.*

Par ailleurs, la morale est considérée comme la raison globale représentant toute initiative visant à nuancer la Finance, menaçant directement le profit. Elle impliquerait une connotation universelle intégrant des notions de normes, de valeurs et de devoirs à respecter[270]. Ainsi, l'investissement moral définirait les lignes directrices sur la base de ces grands principes, que chaque investisseur individuel adapterait à sa propre sensibilité et sens de l'éthique[271].

Dans l'article susmentionné, le Prix Nobel d'économie s'oppose fermement à l'intégration de motivations morales au sein des décisions stratégiques. Il estime que l'entreprise qui, dans ses agissements, s'imposerait des réflexions morales ou sociales, se retrouverait à prêcher le socialisme pur, considéré comme une force intellectuelle visant à détruire les bases d'une société libre[272]. Dans ce sens, il n'y a point de morale dans les préoccupations et les responsabilités des entreprises. Les considérations non financières sont principalement perçues comme des freins au profit voire comme des outils de propagande politique[273]. De même, les réglementations obligeant cette prise en compte sont uniquement conçues en tant que contraintes.

Pour André Comte-Sponville, dans son ouvrage *Le capitalisme est-il moral ?*[274], le capitalisme n'est ni moral ni immoral. Il est amoral car il obéit à une autre logique, notamment celle de l'offre et de la demande. Cela suppose une logique purement néolibérale d'un côté et, de l'autre, une logique contraignant et freinant le progrès et le profit au nom de la morale. Les deux notions, entièrement distinctes, semblent inconciliables.

---

[270] C. Revelli, « La place de l'investissement socialement responsable (ISR) dans le champ de la finance durable : proposition d'une grille de lecture », La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion, 2012, vol. 258, nº 6, pp. 43-49

[271] *Ibid.*

[272] M. Friedman, « A Friedman doctrine-- The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits », *op. cit.* note 151

[273] Actuellement, la finance durable et l'investissement ESG rencontrent une opposition similaire sur le plan politique, assimilés au terme anglophone souvent diabolisé « woke capitalism » ou, en français, capitalisme éveillé, progressiste.
D. Noor, « Rightwing war on 'woke capitalism' partly driven by fossil fuel interests and allies », The Guardian, 22 juin 2023, https://www.theguardian.com/us-news/2023/jun/22/rightwing-war-on-woke-capitalism-industry-interests
J. Gelfman-Randazzo, « How "Woke Capitalism" Became a Right-Wing Obsession », Environmental, Social and Governance (ESG) Initiative, 31 janvier 2024, https://esg.wharton.upenn.edu/homepage/how-woke-capitalism-became-a-right-wing-obsession/

[274] A. Compte-Sponville, Le capitalisme est-il moral ?, Le Livre de Poche, 2004

D'autres économistes, comme Vilfredo Pareto notent : « On commet la même erreur quand on accuse l'économie politique de ne pas tenir compte de la morale ; c'est comme si on accusait une théorie du jeu d'échecs de ne pas tenir compte de l'art culinaire »[275], supposant deux univers parallèles, deux paradigmes diamétralement opposés. Cette distinction catégorique permet de justifier les actions de la Finance quelles qu'elles soient. Notamment, il est plus facile de permettre au système financier de continuer de fonctionner de façon néfaste dans l'impunité si toute imputabilité pour les atrocités commises est estimée absurde.

Toutefois, la Finance et la morale se chevauchent depuis toujours et leurs manifestations sont très souvent interconnectées. Un des exemples est la matérialité financière[276] des enjeux extra-financiers. Notamment, il s'agit de comprendre si et comment certaines questions extra-financières pourraient impacter la rentabilité et la performance financière des entreprises[277]. Ainsi, plusieurs études démontrent qu'une meilleure prise en compte des enjeux extra-financiers mène vers une meilleure performance financière par rapport aux concurrents avec une faible implication quant à ces derniers[278].

Les entreprises prennent ces enjeux en compte tant qu'ils sont financièrement matériels[279], indépendamment de leurs convictions morales ou éthiques. Toutefois, il est clair que certains enjeux non financiers, relevant donc de la morale ou de l'éthique, comme la préservation de l'environnement ou un traitement juste et digne des fournisseurs[280] en dehors des obligations légales, peuvent être considérés comme financièrement matériels et susceptibles d'impacter la performance financière.

---

[275] V. Pareto, « Chapitre I : Principes généraux », Manuel d'économie politique, Genève, Librairie Droz, Travaux de Sciences Sociales, 1981, pp. 1-39

[276] La pertinence des enjeux extra-financiers par rapport aux facteurs financiers, notamment la rentabilité.

[277] D. Freiberg, J. Rogers, G. Serafeim, « How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors - Working Paper - Faculty & Research - Harvard Business School », Harvard Business School Working Paper, novembre 2019, vol. n° 20-056

[278] M. Khan, G. Serafeim, A. Yoon, « Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality », The Accounting Review, American Accounting Association, 2016, vol. 91, nº 6, pp. 1697-1724, et J. Grewal, C. Hauptmann, G. Serafeim, « Material Sustainability Information and Stock Price Informativeness », Journal of Business Ethics, juillet 2021, vol. 171, n° 3, pp. 513–544, cité par D. Freiberg, J. Rogers, G. Serafeim, « How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors - Working Paper - Faculty & Research - Harvard Business School », *op. cit.* note 277

[279] D. Freiberg, J. Rogers, G. Serafeim, « How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors - Working Paper - Faculty & Research - Harvard Business School », *op. cit.* note 277

[280] Amartya Sen définit les droits de l'Homme comme issus de l'éthique et non pas du droit. Il estime ce que sont des « déclarations éthiques » à connotation politique. Ainsi, il cite Herbert Hart, qui affirme que les droits de l'Homme appartiennent à une « branche de la moralité »et créant ainsi des règles juridiques.

Ce revirement de situation est dû à une plus grande implication des parties prenantes, médias, régulateurs et/ou ONG, dans la veille du comportement des entreprises et dans la mise en lumière des comportements néfastes, voire immoraux[281]. Ainsi, à travers le risque de réputation ou de responsabilité, les entreprises veillent aux risques extra-financiers afin de préserver leur attractivité financière. Cette nouvelle vision du risque peut par la suite motiver un changement de comportement des entreprises.

Les doctrines susmentionnées sont aujourd'hui utilisées afin de diaboliser et politiser[282] la finance responsable, tout en ignorant ce qui pourrait réellement lui être reprochable – une instrumentalisation de la morale. Notamment, la nouvelle vague de régulations réoriente le marché ; les intérêts et les demandes des parties prenantes changent, réclamant une offre plus durable, respectueuse de la planète et des personnes.

Ainsi, ces mouvements créent une véritable opportunité dans la prise en compte des enjeux extra-financiers afin de saisir cette demande et de conquérir de nouveaux marchés.

Cette démarche opportuniste ouvre la voie à une offre très fortement susceptible d'écoblanchiment ou *greenwashing*[283]. En effet, si une entreprise prétend avoir des comportements moraux ou consciencieux en proposant certains produits ou en se souciant de ses employés, elle le fait en réalité dans un objectif commercial ou financier, ou afin d'accroître sa part de marché directement ou indirectement. Ainsi, il

---

A. Sen, The Idea of Justice, Penguin, 2010
Cité par C. Roschmann, « Climate Change and Human Rights », in C. Roschmann, O.C. Ruppel, K. Ruppel-Schlichting (dir.), Climate Change: International Law and Global Governance, Nomos Verlagsgesellschaft mbH, Volume I: Legal Responses and Global Responsibility, 1re éd., 2013, pp. 203-242

[281] D. Freiberg, J. Rogers, G. Serafeim, « How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors - Working Paper - Faculty & Research - Harvard Business School », *op. cit.* note 248

[282] En particulier aux États-Unis, la finance responsable et la finance durable sont très souvent politiquement attaquées. Les opposants idéologiques contestent l'intégration des facteurs non financiers dans les décisions d'investissement, soutenant que cela biaiserait la capacité des gérants financiers, défendant leurs propres intérêts à la place de ceux de leurs clients. Plusieurs propositions ont eu lieu afin d'écarter les solutions issues de la finance responsable, du désinvestissement des fonds « ESG » à leur interdiction totale. Notamment, en janvier 2024, les législateurs républicains du New Hampshire ont présenté un projet de loi interdisant à des fonds publics d'investir dans des produits labélisés « ESG », une infraction passible d'une peine pouvant aller jusqu'à 20 ans de prison.
A. Edmans, « Rational Sustainability », Journal of Applied Corporate Finance, 14 février 2024.

[283] Par « écoblanchiment » est visé « la pratique qui consiste à commercialiser un produit financier comme étant respectueux de l'environnement afin d'obtenir un avantage concurrentiel indu alors qu'en réalité, les normes environnementales de base n'ont pas été respectées ».
§11, Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88

est concevable qu'en dehors de l'opportunité extra-financière, cette offre puisse avoir des incidences négatives sur les facteurs de durabilité.

Si la finance responsable suppose une remise en question, du moins relative, du système financier actuel, celui-ci, marqué par une certaine hostilité envers l'interventionnisme estimé impertinent, en limite la portée. Par la limitation de son efficacité potentielle, sa mission apparaît d'emblée vouée à l'échec.

Section 2. La mission de la finance responsable : une ambition nuancée

La finance responsable entreprend la tâche ambitieuse de réformer un système hostile à l'intervention et à la régulation au nom d'enjeux peu valorisés et pour le compte de personnes possiblement externes à ses coulisses. Si la finance responsable se manifeste en tant que mouvement de révision de la Finance, c'est pour répondre à un contexte de crise particulièrement grave nécessitant une réponse claire du secteur privé (Paragraphe 1) et une mobilisation de la part du législateur (Paragraphe 2). Malgré le fort besoin d'agir vite et de façon systémique, la régulation semble fondamentalement neutre, nuançant ainsi son ambition (Paragraphe 3).

Paragraphe 1. Les crises sociétale et climatique nécessitant une réponse concrète

La fréquence des crises régionales et mondiales s'intensifie et leurs effets sont multilatéraux et transfrontaliers.

D'un côté, ces dernières années, il y a eu une aggravation de la situation environnementale à l'échelle planétaire (A), avec des catastrophes météorologiques de plus en plus fréquentes et désastreuses, comme les incendies, les inondations et les tempêtes. Le changement climatique, en causant la dégradation de l'environnement contribue à restreindre les matières premières et les biens de première nécessité disponibles et conduit à des pertes considérables en termes de biodiversité. Les phénomènes météorologiques et les manifestations du dérèglement climatique modifient la répartition des ressources et leur accès à certaines populations, au détriment des plus démunis[284].

[284] X. Timbeau, « Capitalisme et inégalités », *op. cit.* note 187, pp. 21-43

D'un autre côté, les crises sociales ou sociétales sont de plus en plus fréquentes et graves (B), telles que la pandémie de COVID-19, les guerres en Ukraine, en Palestine et dans d'autres régions du monde, l'aggravation de la pauvreté et de l'insécurité alimentaire, l'intensification des déplacements forcés ou encore le creusement de nombreuses inégalités[285].

Ces deux sphères sont fortement interconnectées, dans leurs conséquences comme dans les solutions. Les changements climatiques entraînent déjà des répercussions sur la santé publique, la sécurité alimentaire, la sécurité de l'approvisionnement en eau, les migrations, la paix et la sécurité. Ensemble, ces phénomènes alimentent une crise du coût de la vie ressentie dans le monde entier et aggravent le sentiment d'incertitude[286].

Ce nouvel « ensemble d'incertitudes » est constitué de trois volets interactifs et instables : les pressions déstabilisantes exercées sur la planète et les inégalités de l'« Anthropocène », la poursuite de transformations sociétales radicales visant à alléger ces pressions et une polarisation généralisée et croissante[287].

Les sujets tels que le changement climatique, la dégradation de l'environnement et les perturbations sociales sont reconnus depuis peu comme de réelles menaces pour la société et les systèmes politiques, économiques et financiers[288]. Toutefois, ces questions restent perçues comme des enjeux de long terme. Cette vision nuance non seulement les ambitions d'agir à court et moyen terme, mais repose également sur une fausse perception. Le rapport du GIEC de 2021[289] établit que ces enjeux nécessitent des engagements immédiats et globaux afin de pouvoir espérer limiter le réchauffement climatique, comme prévu par l'Accord de Paris.

[285] Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD), Le Rapport sur le développement humain 2021/2022, Temps incertains, vies bouleversées : façonner notre avenir dans un monde en mutation, New York, NY, Programme des Nations Unies pour le développement, 2022
[286] *Ibid.*
[287] *Ibid.*
[288] V. Vandeloise, A guide to the next sustainable finance agenda Limitations of the current framework and recommendations for an effective transition, Finance Watch, janvier 2024, https://www.finance-watch.org/wp-content/uploads/2024/01/a-guide-to-the-next-sustainable-finance-agenda.pdf
[289] V. Masson-Delmotte et al., Climate Change 2021: The Physical Science Basis. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change, Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), 2021

Ainsi, devant l'inaction des entreprises ou le déploiement ralenti des efforts, le secrétaire général des Nations Unies, António Guterres, déplore que « le monde [risque] de franchir le point de non-retour du changement climatique, avec des conséquences désastreuses pour les populations de la planète et les systèmes naturels qui les soutiennent. »[290]

Malgré ces appels, les priorités à court terme restent fondamentalement ancrées dans le maintien du statu quo et la création de valeur pour les actionnaires selon l'hypothèse qu'il y aura suffisamment de temps ou de moyens pour agir pour atténuer ou, dans le pire des cas, s'adapter aux changements[291].

A. Le dérèglement climatique

« Le dérèglement climatique est un phénomène mondial qui s'accélère depuis le début de l'ère industrielle, il s'agit de plusieurs phénomènes météorologiques et climatiques : hausse du niveau des mers, catastrophes naturelles, sècheresse, modification des équilibres de la flore et de la faune. »[292] Le dérèglement est causé par le réchauffement de la température moyenne mondiale de l'air à la surface des terres et de l'eau à la surface des océans. Ce réchauffement est suivi depuis le début de l'ère préindustrielle (1850-1900) et son évolution est bien enregistrée[293]. En 2023, les relevés mondiaux enregistraient en moyenne une température de 1,48 °C supérieure à la température de référence en 1850[294]. Selon les scénarios d'émissions, il est estimé que la température planétaire augmentera de 1,5 °C entre 2030-2052 si elle continue de croître au rythme actuel, pour atteindre 4 °C à long terme. En novembre 2022, un

[290] ONU info, « Climat : le chef de l'ONU appelle à ne plus perdre de temps alors que "le monde change sous nos yeux" », 10 septembre 2018, https://news.un.org/fr/story/2018/09/1023262
[291] V. Vandeloise, A guide to the next sustainable finance agenda Limitations of the current framework and recommendations for an effective transition, *op. cit.* note 288
[292] P.-A. Binet, « Finance durable : l'impulsion française », Bulletin Joly Bourse, 1 mars 2021, vol. mars-avril 2021, n°02, pp. 44-48
[293] Notamment l'écart de température mondiale est calculé par rapport à la période de référence préindustrielle 1850-1900. Pendant les années 1930, le réchauffement est assez faible, il devient positif vers 1980. Depuis, il s'accentue nettement, et « chacune des quatre dernières décennies a successivement été la plus chaude depuis 1850 ». Direction générale de l'énergie et du climat (DGEC), Chiffres clés du climat - France, Europe et Monde, octobre 2023, https://www.statistiques.developpement-durable.gouv.fr/edition-numerique/chiffres-cles-du-climat-2023/
[294] Le Monde avec AFP, « Année record, 2023 a été plus chaude de 1,48 °C que l'ère préindustrielle de 1850 à 1900 », Le Monde, 9 janvier 2024, https://www.lemonde.fr/climat/article/2024/01/09/annee-record-2023-a-ete-plus-chaude-de-1-48-c-que-le-climat-de-l-ere-preindustrielle_6209891_1652612.html

nouveau rapport indique qu'à mesure que le changement climatique s'accélère, le monde franchira le seuil des 1,5 °C d'ici à 2030, soit une décennie plus tôt que prévu[295]. Le rapport est la conséquence d'une série d'événements météorologiques extrêmes dans le monde entier, depuis les vagues de chaleur en Chine, l'augmentation des incendies de forêt au Canada, jusqu'aux graves inondations en Libye, tous symptomatiques du réchauffement climatique ayant déjà atteint le scénario correspondant à l'augmentation de la température planétaire annuelle moyenne de 1,2 °C par rapport à l'ère préindustrielle en 2022[296].

Les activités humaines, principalement par le biais des émissions de gaz à effet de serre (GES), sont sans aucun doute la cause principale du réchauffement climatique[297]. Cela résulte notamment de la combustion d'énergies fossiles, de l'exploitation des terres, de modes de vie et de consommation non durables[298]. En effet, la concentration des émissions de gaz à effet de serre dans l'atmosphère augmente par les émissions anthropiques, ce qui accroît « l'émission d'énergie vers le sol, entraînant un déséquilibre du bilan énergétique de la Terre et une élévation de sa température en surface »[299]. Plus précisément, les origines de ces émissions sont, pour le dioxyde de carbone (CO_2), la combustion d'énergies fossiles, les procédés industriels et la déforestation tropicale ; pour le méthane (CH_4), les déchets, l'agriculture, l'élevage et les procédés industriels ; pour le protoxyde d'azote (N_2O), l'agriculture, les procédés industriels et l'utilisation d'engrais[300].

Le 6e rapport du GIEC[301] définit cinq scénarios socio-économiques SSP (*Shared Socio-economic Pathways*) qui couvrent l'éventail de futurs développements possibles. Les scénarios d'émissions de GES très faibles (SSP1-1.9), faibles (SSP1-2.6), intermédiaires (SSP2-4.5), élevées (SSP3-7.0) et très élevées (SSP5-8.5) sont utilisés

[295] J.E. Hansen et al., « Global warming in the pipeline », Oxford Open Climate Change, 2 novembre 2023, vol. 3, nº kgad008, pp. 1-33
[296] G. Dickie, « Global warming will reach 1.5C threshold this decade -report », Reuters, 2 novembre 2023, https://www.reuters.com/business/environment/global-warming-will-reach-15c-threshold-this-decade-report-2023-11-02/
[297] K. Calvin et al., IPCC, 2023: Climate Change 2023: Synthesis Report. Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change [Core Writing Team, H. Lee and J. Romero (eds.)]. IPCC, Geneva, Switzerland, Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), First, 25 juillet 2023
[298] *Ibid.*
[299] Direction générale de l'énergie et du climat (DGEC), Chiffres clés du climat - France, Europe et Monde, *op. cit.* note 293
[300] *Ibid.*
[301] K. Calvin et al., IPCC, 2023, *op. cit.* note 297

pour obtenir les projections futures (2021-2100) des changements de température à la surface du globe[302]. Deux scénarios optimistes correspondent aux objectifs fixés par l'Accord de Paris pour limiter le réchauffement en dessous de 1,5 °C et 2 °C. Ainsi, afin d'atteindre ces trajectoires en 2100, il est nécessaire de réduire drastiquement les émissions des GES, surtout à travers la réduction de l'usage des énergies fossiles.

Les politiques actuellement en place au niveau mondial correspondent aux scénarios « élevées » et « très élevées » et mèneraient vers un réchauffement médian de + 3,2 °C en 2100[303]. Ainsi, le réchauffement climatique s'étendrait au-delà de 2100[304].

Il faudrait en réalité que le monde atteigne zéro émission nette d'ici à 2034 pour avoir 50 % de chances de contenir le réchauffement à 1,5 °C – bien plus tôt que les objectifs mondiaux de 2100 ou même de 2050, selon une autre étude publiée dans la revue *Nature Climate Change*[305].

D'un autre côté, la hausse de la température globale n'est pas le seul enjeu environnemental. En effet, les limites planétaires[306] mesurant les signes vitaux de la santé planétaire et des indicateurs du bien-être humain ont été franchies de façon irréversible pour l'écosystème[307]. La capacité biophysique de la planète à rester dans son état stable est mise en danger, s'approchant aux points de basculement[308] ;

[302] Les projections climatiques et la mesure de niveaux de réchauffement global (1.5 °C, 2 °C, 4 °C, etc.) se basent sur les modèles climatiques pour convertir les émissions de GES en concentrations atmosphériques, et dès lors en réchauffement futur.
[303] K. Calvin et al., IPCC, 2023, *op. cit.* note 297
[304] Direction générale de l'énergie et du climat (DGEC), Chiffres clés du climat - France, Europe et Monde, *op. cit.* note 293
[305] R.D. Lamboll et al., « Assessing the size and uncertainty of remaining carbon budgets », Nat. Clim. Chang., Nature Publishing Group, décembre 2023, vol. 13, nº 12, pp. 1360-1367
[306] Les limites planétaires se réfèrent à neuf phénomènes complexes, interdépendants et interconnectés du fonctionnement sûr de la planète pour l'humanité, notamment : « le changement climatique, l'érosion de la biodiversité, la perturbation des cycles biogéochimiques de l'azote et du phosphore, le changement d'usage des sols, l'utilisation de l'eau douce, l'acidification des océans, l'appauvrissement de l'ozone stratosphérique, l'augmentation des aérosols dans l'atmosphère, l'introduction d'entités nouvelles dans la biosphère ».
M. Baude et al., La France face aux neuf limites planétaires, Ministère de la transition écologique et de la cohésion des territoires, octobre 2023, https://www.statistiques.developpement-durable.gouv.fr/edition-numerique/la-france-face-aux-neuf-limites-planetaires/pdf/la-france-face-aux-neuf-limites-planetaires.pdf ;
K. Richardson et al., « Earth beyond six of nine planetary boundaries », Science Advances, American Association for the Advancement of Science, 13 septembre 2023, vol. 9, nº 37, p. 1-16.;
W. Steffen et al., « Planetary boundaries: Guiding human development on a changing planet », Science, American Association for the Advancement of Science, 13 février 2015, vol. 347, nº 6223, p. 1259855-1-10.
[307] J. Rockström et al., « Safe and just Earth system boundaries », Nature, Nature Publishing Group, juillet 2023, vol. 619, nº 7968, pp. 102-111
[308] J. Watts, « Earth's health failing in seven out of eight key measures, say scientists », The Guardian, 31 mai 2023, https://www.theguardian.com/environment/2023/may/31/earth-health-failing-in-seven-out-of-eight-key-measures-say-scientists-earth-commission

principalement en raison d'une extraction et d'une consommation non durable des ressources. Il s'agit d'un ensemble de limites sûres et justes du système terrestre (*Earth system boundaries, ESB*) quant au climat, la biosphère, l'eau douce, les nutriments et la pollution atmosphérique. Les limites sûres et justes sont définies et mesurées de façon à pouvoir réguler l'état de la planète, protéger les espèces autres qu'humaines, contribuer à travers les fonctions écosystémiques à réduire les dommages importants causés aux populations et soutenir un développement humain inclusif et durable[309]. Leur franchissement mène à des dommages généralisés matériels et immatériels pour la planète entière. Aujourd'hui, sept des huit limites sûres et justes à l'échelle mondiale qui ont été quantifiées, ont déjà été franchies, touchant 52 % de la surface terrestre, affectant 86 % de la population mondiale[310].

Les conséquences systémiques du dérèglement climatique et du dépassement des limites planétaires sont nombreuses, telles que les insécurités hydriques, la perturbation des chaînes alimentaires, divers dangers pour la santé humaine physique et mentale du fait des chaleurs extrêmes, exerçant ainsi de fortes pressions sur les infrastructures et les systèmes sociétaux et économiques locaux, régionaux et mondiaux.

Pour y répondre, il est nécessaire de combler le déficit de financement[311] qui se creuse chaque année. Plusieurs solutions ont été identifiées, notamment le financement public international, le financement du secteur privé, l'augmentation du financement adapté aux petites et moyennes entreprises, ainsi que la réforme de l'architecture financière mondiale[312]. Cela serait en ligne avec l'article 2.1 (c) de l'Accord de Paris visant à rendre « les flux financiers compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques »[313]. La question du financement est abordée à plusieurs reprises lors des

[309] J. Rockström et al., « Safe and just Earth system boundaries », *op. cit.* note 307, pp. 102-111
[310] *Ibid.*
[311] Estimé entre 194 et 366 milliards de dollars par an.
United Nations Environment Programme (UNEP), Adaptation Gap Report 2023, Underfinanced. Underprepared. Inadequate investment and planning on climate adaptation leaves world exposed, DEW/2583/NA, 2023, https://www.unep.org/resources/adaptation-gap-report-2023
[312] *Ibid.*
[313] Nations Unies, Accord de Paris adopté le 12 décembre 2015, entré en vigueur le 4 novembre 2016, *op. cit.* note 90, p.79

Conférences des Parties, plus récemment lors de la COP 27 à Charm-el-Sheik, instaurant le Fonds pour les pertes et préjudices ; lors de la COP 28 à Dubaï, établissant un accord mondial de sortie progressive financière des énergies fossiles et d'investissement dans les énergies renouvelables[314] ; et lors de la COP 29 à Baku, établissant un nouvel objectif en matière de financement de 300 milliards de dollars par an, en fonds publics et privés, pour soutenir les pays en développement et les pays les moins avancés en cas de catastrophes climatiques, ainsi que pour aider leurs efforts d'adaptation et de transition écologique et énergétique[315]. L'objectif semble insuffisant en comparaison avec certains rapports sur les besoins annuels[316], ainsi que par rapport à l'objectif global plus ambitieux, toutefois resté non contraignant, de 1 300 milliards de dollars[317]. La question des sources et des modes de financement reste particulièrement ambiguë, avec un risque qu'à la place des subventions et aides, ces financements empruntent des voies peu adaptées et équitables au regard des besoins des pays en développement, tels que des prêts ou des investissements privés.

Le seul moyen d'atténuer le réchauffement est de réorienter les flux de capitaux mondiaux afin de réduire les financements d'activités très émettrices de GES et d'accélérer les financements d'activités moins émettrices[318]. Il s'agit principalement de réorienter des flux déjà existants[319].

Réussir à réorienter les flux financiers et débloquer des financements privés sont les défis principaux dans la lutte contre le changement climatique et le développement durable. Ainsi, des avancements notables ont été enregistrés, impulsés par une vague

[314] Les objectifs de sortie des combustibles fossiles ont été nuancés, voire neutralisés lors de la COP 29.
Agenda 2030, « La COP29 s'achève sur un accord âprement négocié », L'Agenda 2030 en France, 25 novembre 2024, pp. 29, https://www.agenda-2030.fr/a-la-une/actualites-a-la-une/article/la-cop29-s-acheve-sur-un-accord-aprement-negocie
[315] Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques (CCNUCC), COP 29 : la Conférence des Nations Unies sur le climat convient de tripler le financement aux pays en développement pour protéger les vies et les moyens de subsistance, Communiqué de presse, 24 novembre 2024, https://unfccc.int/fr/news/cop-29-la-conference-des-nations-unies-sur-le-climat-convient-de-tripler-le-financement-aux-pays-en
[316] M. Tuddenham, « Guide du Citepa des enjeux de la COP-29 : l'essentiel pour comprendre le contexte des négociations », Citepa, 8 novembre 2024, https://www.citepa.org/guide-du-citepa-des-enjeux-de-la-cop-29-lessentiel-pour-comprendre-le-contexte-des-negociations/
[317] Agenda 2030, La COP29 s'achève sur un accord âprement négocié, *op. cit.* note 314
[318] P.-A. Binet, « Finance durable : l'impulsion française », *op. cit.* note 292, pp. 44-48
[319] La New Climate Economy, dans le rapport « Better Growth, Better Climate », démontre qu'en repensant les trois systèmes essentiels (les villes, l'énergie et l'agriculture), l'investissement supplémentaire dans la transition écologique ne dépasserait pas 5 %.
The Global Commission on the Economy and Climate, Better Growth, Better Climate, The New Climate Economy Report, The Synthesis Report, World Resources Institute, 2014

de règlementations et de plans incitatifs nationaux et régionaux dont résulte une augmentation considérable de produits financiers et d'actifs sous gestion répondant aux objectifs climatiques[320].

La lutte contre le changement climatique et la promotion du développement durable sont intrinsèquement liées. Le changement climatique peut être considéré comme une conséquence du développement *non* durable, et est dès lors au fondement du concept et de l'accélération de l'application du développement durable. Ainsi, nous ne pouvons parvenir au développement durable sans mener une action pour le climat et, inversement, plusieurs objectifs de développement durable dépendent de facteurs clés du changement climatique.

Cette lutte est conditionnée par l'élimination de la pauvreté sous toutes ses formes et dans toutes ses dimensions, ainsi que l'inclusion sociale à travers la promotion d'une croissance économique durable et équitable réduisant les inégalités, améliorant les conditions de vie de base et favorisant un développement social équitable.

[320] Notamment, en décembre 2021 plus de 860 fonds climatiques avec des actifs collectifs sous gestion de 408 milliards de dollars ont été enregistrés dans le monde. Ces chiffres ont augmenté significativement en quelques années, en particulier en Europe, représentant 80 % des actifs mondiaux. Cet écart s'explique principalement par l'implication règlementaire de l'Union européenne et de ses États membres.
H. Bioy et al., Investing in Times of Climate Change 2022, Morningstar, avril 2022

B. La précarisation de la condition humaine

L'accumulation de crises sociales et environnementales crée un ensemble d'insécurités qui impactent le développement humain, en témoigne la première baisse de l'indice mondial de développement humain (IDH) sur deux années consécutives dans 90 % des pays[321].

Ainsi, la « course vers le bas » susmentionnée, propulsée par le capitalisme financiarisé, mène à une précarisation de la condition humaine. Ces abus sont non seulement tolérés mais aussi lucratifs.

En effet, les économies mondiales ainsi que les transitions actuelles sont fondamentalement liées à l'esclavage moderne[322]. L'esclavage moderne est un terme générique désignant le travail forcé, la traite des êtres humains et l'esclavage ou les pratiques similaires telles que les mariages forcés, la servitude pour dettes ou les enfants soldats. Il s'agit de situations d'exploitation qu'une personne ne peut refuser ou quitter en raison de menaces, de violences, de coercition, de tromperie ou d'abus de pouvoir[323].

Selon les dernières estimations mondiales de l'esclavage moderne, 50 millions de personnes vivent dans des situations d'esclavage moderne dans le monde, dont 28 millions de personnes sont soumises au travail forcé et 22 millions sont victimes de mariages forcés. Douze millions d'enfants sont concernés par ces chiffres[324].

Ainsi, les économies globales, en dépit des protections juridiques pouvant exister pour lutter effectivement contre l'esclavage moderne, sont fortement liées à ces violations des droits les plus fondamentaux. Notamment, 468 milliards de dollars de biens importés chaque année par les pays du G20 sont liés à l'esclavage moderne, notamment le charbon, le café, l'électronique, les vêtements ou encore les panneaux solaires[325].

---

[321] Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD), Le Rapport sur le développement humain 2021/2022, Temps incertains, vies bouleversées : façonner notre avenir dans un monde en mutation, *op. cit.* note 285
[322] Walk free, The Global Slavery index, *op. cit.* note 9
[323] *Ibid.*
[324] *Ibid.*
[325] *Ibid.*

Le dernier rapport révèle que la situation empire depuis 2016, date depuis laquelle le nombre de victimes a augmenté de 10 millions[326]. La situation s'aggrave en raison d'un enchevêtrement de crises sociétales et environnementales. La raréfaction des ressources et la perturbation des cycles agricoles, cumulées avec l'augmentation de la pauvreté, l'inaccessibilité des services publics, tels que la santé et l'éducation, aggravent les conditions de vie et de subsistance des personnes les moins émettrices, se trouvant dès lors dans des situations de grande détresse et de précarité. Ces situations peuvent les obliger à fuir leur foyer et à déménager ailleurs. Cela les expose à un risque particulier d'exploitation car leur migration s'effectue « en détresse », c'est-à-dire dans une situation de grand besoin[327].

Le changement climatique contribue à cette précarisation. En dehors de la menace directe des catastrophes naturelles, le dérèglement climatique, causant des blessures ou même des morts de façon indirecte, peut fortement menacer la vie et la santé des êtres humains sur la planète. Notamment, les habitats, les moyens de subsistance et de vie peuvent être détruits ou endommagés, pouvant ainsi entraîner des conséquences néfastes sur la population humaine. Les inondations, les sécheresses ou l'érosion de la biodiversité peuvent se transformer en souffrances et crises sociales et sociétales menant à des maladies, des intoxications ou la famine[328].

Certaines activités humaines à l'origine du changement climatique seraient donc constitutives de violations des droits de l'Homme, tels que le droit à la vie[329]. D'autres droits fondamentaux sont menacés par les conséquences du changement climatique,

[326] *Ibid.*
[327] *Ibid.*
[328] C. Roschmann, « Climate Change and Human Rights », *op. cit.* note 280, pp. 203-242
[329] *Ibid.*

tels que le droit de propriété avec, notamment, des pertes matérielles de plus en plus importantes[330], ou les droits à la nourriture, l'eau ou l'abri[331].

D'un autre côté, les réponses des gouvernements au changement climatique peuvent exercer une pression supplémentaire sur les chaînes d'approvisionnement et l'approvisionnement en matières premières, compromettant ainsi les droits de l'Homme. L'exemple le plus flagrant est la demande croissante de panneaux solaires dans le cadre de la transition énergétique. Plus précisément, environ 40 % de l'approvisionnement mondial en polysilicium, le composant essentiel des panneaux solaires, provient du travail forcé parrainé par l'État dans la région du Xinjiang. D'un autre côté, 15 à 30 % du cobalt contenu dans les batteries lithium-ion, utilisées pour le stockage ou les véhicules électriques, provient du travail forcé et du travail des enfants dans les mines de la République démocratique du Congo[332].

Le moyen le plus souvent utilisé par les entreprises afin d'exercer leur devoir de vigilance et de vérifier leurs chaînes d'approvisionnement est l'audit social. Les multinationales américaines et européennes ayant des activités à l'étranger y ont recours pour veiller aux comportements légaux de leurs fournisseurs et enquêter sur les conditions dans leurs usines et évaluer les risques d'abus potentiels en matière de travail, tels que la lutte antisyndicale, le travail forcé, l'esclavage moderne ou toute autre forme de violations des droits de l'Homme[333]. En examinant l'efficacité de l'audit social, il semble que les sociétés d'audit échouent dans leur travail, dans la mesure où le système, au sens large, se concentre moins sur la protection des travailleurs et davantage sur la protection des entreprises et de leurs résultats financiers contre des

[330] Notamment en 2023, les pertes matérielles causées par les catastrophes naturelles s'élèvent à 270 milliards de dollars. Cela comprend les pertes pécuniaires globales de l'intervention et la reconstruction au ralentissement économique, les dommages aux infrastructures, les destructions de biens mobiliers et immobiliers des personnes et des entreprises, etc. Depuis les années 1980, les catastrophes naturelles ont fait « plus de 2,5 millions de morts et causé près de 6 000 milliards de dollars de pertes réelles. À l'échelle de la planète, les pertes annuelles ont bondi de près de 350%, passant de 52 milliards de dollars par an dans les années 80 à 207 milliards pendant la dernière décennie et 232 milliards sur la période 2020-2023 »
Banque mondiale, Gestion du risque de catastrophe, 27. mars 2023, https://www.banquemondiale.org/fr/topic/disasterriskmanagement/overview

[331] Ces droits sont parfois considérés comme des droits moraux de l'Homme, mais constituent des accessoires nécessaires du droit à la vie ou à la santé ou de la dignité humaine.
C. Roschmann, « Climate Change and Human Rights », *op. cit.* note 280, pp. 203-242

[332] J. Cockayne, E. Rodríguez-Huerta, O. Burcu, « 'The Energy of Freedom'? Solar Energy, Modern Slavery and the Just Transition », *op. cit.* note 2

[333] A. Higgins, « Corporations are paying for worker abuse audits that are 'designed to fail', say insiders », The Guardian, 10 octobre 2023, https://www.theguardian.com/global-development/2023/oct/10/corporate-auditing-foreign-workers-abuse-claims

scandales de relations publiques coûteux. Cela pourrait s'expliquer par le fait que ce mécanisme existe à l'initiative et par les moyens des entreprises, créant un biais significatif.

La directive sur le devoir de diligence en matière de développement durable vise à agir en ce sens en exigeant que les entreprises exerçant leurs activités sur le sol de l'UE identifient les risques de violations des droits de l'Homme dans leurs chaînes d'approvisionnement[334]. La directive prévoit un mécanisme de sanctions ainsi qu'un recours juridique pour les victimes, ce qui la rend beaucoup plus efficace que ses prédécesseurs[335]. En phase de révision avec la proposition Omnibus, les principaux aspects de la directive, notamment son champ d'application personnel, sont remis en question, y compris l'harmonisation des exigences en matière de responsabilité civile[336]. Initialement, la directive était censée concerner les grandes entreprises ou les sociétés mères de grands groupes ainsi que des entreprises plus petites issues des secteurs à haut risque[337]. Ce champ a été réduit par le texte final de la directive[338]. Il est toutefois susceptible d'être davantage réduit par la proposition Omnibus[339].

[334] Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, *op. cit.* note 51

[335] Article 1er et 29, *Ibid.*

[336] Article 4, Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, *op. cit.* note 105

[337] Plus précisément, la directive était censée concerner initialement les entreprises européennes de plus de 500 employés et de plus de 150 millions d'euros de chiffre d'affaires.
De plus, le champ d'application est élargi aux entreprises de secteurs à risque. Notamment, la directive s'applique aux entreprises de plus de 250 salariés et dont le chiffre d'affaires dépasse 40 millions d'euros, dont 20 millions issus des secteurs suivants : la fabrication et le commerce de gros de textiles, d'habillement et de chaussures, l'agriculture, y compris la sylviculture et la pêche, la fabrication de produits alimentaires et le commerce de matières premières agricoles, l'extraction et le commerce de gros de ressources minérales ou la fabrication de produits connexes et de construction.
La directive était censée concerner aussi les entreprises non européennes dont les seuils équivalent de chiffre d'affaires ont été réalisés au sein de l'UE.
Au vu des exigences de vigilance le long de la chaîne d'approvisionnement, les entreprises plus petites pourraient aussi être impactées.
European Parliament, Corporate due diligence rules agreed to safeguard human rights and environment, Press Release, 14 décembre 2023, https://www.europarl.europa.eu/news/de/press-room/20231205IPR15689/corporate-due-diligence-rules-agreed-to-safeguard-human-rights-and-environment

[338] La directive consacre un seuil plus haut, réduisant ainsi son champ d'application. Elle concernait, dès lors, les entreprises européenne de plus de 1000 employés et ayant réalisé plus de 450 millions d'euros de chiffre d'affaires, ainsi que les entités non européennes ayant réalisé plus de 450 millions euros dans l'Union au cours de l'exercice précédant le dernier exercice.
Article 2, §1 et §2, Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, *op. cit.* note 51

[339] Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, page 6, *op. cit.* note 105

Quant au champ matériel, la directive prévoit l'obligation de vigilance par rapport à la chaîne de valeur complète des activités ainsi que l'obligation de la mise en place de plans de transition en ligne avec l'Accord de Paris[340]. Notamment, les entreprises sont obligées d'identifier, évaluer, prévenir, atténuer, arrêter et remédier à toute incidence négative de leurs opérations sur les droits de l'Homme et de l'environnement. De plus, la directive prévoit un mécanisme de plainte, une formalisation des politiques de diligence raisonnable avec un contrôle de leur efficacité.

Plusieurs normes sectorielles sur la question de la diligence raisonnable en matière de droits de l'Homme et de l'environnement ont été mises en place, notamment vis-à-vis des produits importés issus de la déforestation[341] et vis-à-vis des minerais originaires de zones de conflit ou à haut risque[342].

[340] Article 1er et 22, Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, *op. cit.* note 51

[341] Règlement (UE) 2023/1115 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 relatif à la mise à disposition sur le marché de l'Union et à l'exportation à partir de l'Union de certains produits de base et produits associés à la déforestation et à la dégradation des forêts, et abrogeant le règlement (UE) no 995/2010, *op. cit.* note 115

[342] Règlement (UE) 2017/821 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 fixant des obligations liées au devoir de diligence à l'égard de la chaîne d'approvisionnement pour les importateurs de l'Union qui importent de l'étain, du tantale et du tungstène, leurs minerais et de l'or provenant de zones de conflit ou à haut risque, *op. cit*. note 116

Paragraphe 2. La nécessité de la régulation de la Finance afin d'agir pour le développement durable

L'aggravation simultanée des conditions environnementales et sociales planétaires requiert une réelle intégration de la durabilité dans toutes les facettes du fonctionnement sociétal. L'unique voie juste et équitable qui se présente pour confronter le changement climatique et le dépassement des limites planétaires nécessite l'intégration des principes de durabilité et de circularité dans les processus élémentaires économiques, incluant l'extraction des matières premières et leur transformation, la production, le transport et la consommation des produits, repensant et réorganisant ainsi les infrastructures et les marchés mondiaux[343].

Afin que la Finance puisse réparer son impact négatif et contribuer au développement durable, une intervention du législateur est nécessaire. Cette régulation doit impérativement être adaptée au secteur auquel elle s'applique ainsi qu'à un contexte particulièrement complexe. En effet, la régulation doit non seulement être capable d'apaiser le caractère prédateur du système financier (A), mais aussi emprunter une approche intersectionnelle afin de répondre à un contexte spécifique touchant à la fois la protection des droits de l'Homme, la préservation de l'environnement et la lutte contre le changement climatique (B).

[343] M. Burger et al., « Rethinking Sustainability to Meet the Climate Change Challenge », *op. cit.* note 45, pp. 10342-10357

A. La nécessité d'une régulation afin d'atténuer le caractère prédateur de la finance

La Finance peut jouer un rôle d'acteur du développement durable ayant un effet bénéfique sur l'économie générale et sur la société. Plusieurs études soutiennent que la Finance peut permettre d'accroître le bien-être à travers une allocation effective des risques[344] et participer à rendre le « monde meilleur »[345] grâce aux récentes innovations financières. Notamment, tout en reconnaissant les défauts du système financier, Robert J. Shiller dans son livre *Finance and Good Society* analyse comment différents acteurs financiers[346] contribuent positivement au développement sociétal. Il soulève l'exemple de l'assurance et de son rôle dans la prévention des conséquences dévastatrices annexes aux désastres climatiques[347]. L'étude soulève que le faible niveau d'assurance des biens à Haïti a privé l'île d'une industrie nécessitant un contrôle rigoureux du respect des normes de construction, ce qui a fragilisé structurellement les infrastructures et s'est traduit par un nombre de morts élevé. En effet, en 2010, 50 000 personnes sont décédées à cause d'un tremblement de terre dont la magnitude a été similaire à celui ayant coûté la vie à 33 personnes en Californie en 1994.

Dans ce sens, l'utilité du système financier est perçue à travers son organisation complexe et sa structure ordonnée.

La Finance joue un rôle actif dans l'atteinte des objectifs sociétaux[348]. Cela peut être particulièrement vrai quant aux objectifs d'adaptation au changement climatique[349], tandis que les objectifs d'atténuation peuvent être considérés contre-

[344] K.J. Arrow, « The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing », The Review of Economic Studies, 1 avril 1964, vol. 31, nº 2, pp. 91-96
Cité par J. Boissinot, « Mettre la finance au service de la société ? », Revue d'économie financière, Association d'économie financière, 2015, vol. 117, nº 1, pp. 237-244
[345] R.J. Shiller, Finance and the Good Society, Princeton University Press, STU-Student edition, 2012
Cité par J. Boissinot, « Mettre la finance au service de la société ? », *op. cit.* note 344, pp. 237-244
[346] Notamment, des sociétés de gestions, des banques, prêteurs hypothécaires, concepteurs de marché et ingénieurs financiers assureurs, etc.
[347] R.J. Shiller, Finance and the Good Society, *op. cit.* note 345
Cité par J. Boissinot, « Mettre la finance au service de la société ? », *op. cit.* note 344, pp. 237-244
[348] R.J. Shiller, Finance and the Good Society, *op. cit.* note 345
[349] En effet, les mesures d'adaptation au changement climatique visent à limiter les impacts négatifs et les dommages matériels en découlant sur les activités socio-économiques et sur la nature. L'objectif principal est d'anticiper les impacts, de limiter les dégâts éventuels et de profiter des éventuelles opportunités. Cela semblerait cohérent avec le fonctionnement du système financier.
Ministère de la Transition Écologique et de la Cohésion des Territoires, « Adaptation de la France au changement climatique », mai 2023, https://www.ecologie.gouv.fr/adaptation-france-au-changement-climatique

intuitifs aux principes directeurs de la Finance[350]. Notamment, ces derniers nécessitent une réorientation profonde des systèmes financiers, économiques et industriels des combustibles fossiles aux alternatives renouvelables passant par une approche de sobriété, voire d'atténuation de la croissance[351].

Plusieurs autres instruments financiers visent une meilleure réallocation des risques et le développement d'une multitude de stratégies de création de valeur. Ces innovations financières sont estimées utiles pour la société de manière générale car elles permettent et facilitent la réalisation des investissements. L'activité financière réalise toutefois plus de profits en exploitant la complexité de la conception de produits financiers, l'asymétrie de l'information et la sous-estimation des risques[352].

De plus, le développement excessif de la Finance induit des effets négatifs et mène à des situations de grande fragilité sociétale[353]. Les crises bancaires, à l'instar de celle de 2008, peuvent être à l'origine de risques systémiques entraînant des conséquences économiques et sociales négatives pour la collectivité en générale[354]. Les banques et les marchés ayant mis le profit à court terme au centre de leurs objectifs ont fortement développé les activités et les outils financiers. Toutefois, « la crise a montré que les banques trop grosses, trop interconnectées et trop opaques pour faire faillite sont vecteurs d'aléa moral et sont une menace pour la stabilité du système financier. »[355]

Face à un tel risque, il y a un réel besoin de repenser certains aspects du système financier, notamment à travers la réglementation ainsi qu'à travers un rôle plus accru de la supervision prudentielle et du régulateur. Ainsi, cette réforme nécessite une intervention publique à plus grande échelle, supposant une coopération et une coordination internationale[356].

---

[350] Voir *supra*, B. Le néolibéralisme : l'agent égaré du développement humain, du Paragraphe 1, de la Section 1. du Chapitre I de la Partie I ;
Voir *infra,* Paragraphe 1. La réticence de la Finance face à tout frein au profit, de la Section 2 du Chapitre II de la Partie I
[351] En effet, l'atténuation du changement climatique nécessite une diminution massive des émissions des gaz à effet de serre, leur accumulation dans l'atmosphère étant la cause du réchauffement global.
[352] J. Boissinot, « Mettre la finance au service de la société ? », *op. cit.* note 344, pp. 237-244
[353] *Ibid.*
[354] E. Jeffers, « Pourquoi faut-il une finance durable et soutenable ? », Revue d'économie financière, Association d'économie financière, 2015, vol. 117, nº 1, pp. 225-236
[355] *Ibid.*
[356] *Ibid.*

Les législateurs européens et nationaux sont intervenus à plusieurs reprises afin d'assurer une meilleure protection des épargnants, surtout non professionnels[357]. Ces initiatives permettent une plus grande transparence des informations, notamment avec, d'un côté, des documents précontractuels clairs et concis énonçant les engagements de la société de gestion et les rapports périodiques et, d'un autre côté, exprimant les résultats obtenus par rapport à ces derniers. Ces documents informent l'épargnant sur la manière dont son épargne est ou pourrait être gérée. Les sociétés de gestion doivent suivre des règles de transparence afin d'éviter d'induire le client en erreur[358].

De plus, ces régulations prévoient un système de vérification et de suivi des décisions d'investissement plus robuste et une meilleure protection des épargnants non professionnels en termes de conseil financier devant être encadré, incluant une information détaillée sur la nature des placements financiers et les risques associés, ainsi qu'en limitant l'accès à des produits financiers en raison de leur caractère trop spéculatif ou trop risqué.

Ces régulations, malgré leur vocation protectrice, conservent une vision particulièrement financière. Les risques autres que financiers ne sont donc pas nécessairement pris en compte alors qu'ils peuvent mettre en danger l'épargne ou l'investissement du client tout autant qu'un risque financier. Cela vaut également pour les décisions d'investissement et la communication de stratégie ou de résultats.

---

[357] Notamment, il s'agit des directives MIF et MIF II sur le plan européen.
Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *op. cit.* note 31 ;
Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, JO L, vol. 145, 30 avril 2004, pp. 1-44 ;
De plus, nous pouvons citer le règlement délégué concernant les mesures de transparence et de surveillance.
Règlement délégué (UE) n°231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance, JO L, vol. 083, 22 mars 2013, pp. 1-95 ;
Enfin, nous pouvons citer les articles 321-36 du règlement général de l'AMF.
Autorité des marchés financiers (AMF), Règlement général de l'AMF en vigueur au 01/01/2024, https://www.amf-france.org/fr/eli/fr/aai/amf/rg/20240101/notes

[358] Règlement délégué (UE) 2017/653 de la Commission du 8 mars 2017 complétant le règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIP) par des normes techniques de réglementation concernant la présentation, le contenu, le réexamen et la révision des documents d'informations clés et les conditions à remplir pour répondre à l'obligation de fournir ces documents, JO L, vol. 100, 12 avril 2017, pp. 1-52

Ce n'est qu'avec les règlements issus du Plan européen d'action sur la finance durable et notamment avec le règlement SFDR[359] sur la transparence en matière de durabilité que ces facteurs sont pris en compte[360]. Le Plan vise à soutenir et à promouvoir les investissements durables dans l'UE, à travers les règlements Taxonomie[361], SFDR, *Benchmark*[362], *Green Bond Standard*[363]. Les nouvelles normes introduisent la conception de l'impact extra-financier au-delà de la performance financière. De plus, la directive MiFID II[364] prévoit une obligation pour les conseillers en investissement d'intégrer les préférences en matière de durabilité de leurs clients dans les processus de conseil et de gestion de portefeuilles[365].

Toutefois, ces régulations n'ont aucunement pour mission de définir le comportement éthique qu'il serait nécessaire de faire adopter par la Finance afin d'assurer une réelle réorientation des flux dans un but d'utilité sociétale ou de développement durable. Ce comportement éthique relevant de la responsabilité personnelle, le législateur ne serait en mesure de le prescrire[366].

Il s'agit donc d'une responsabilité du régulateur, mais aussi d'une responsabilité interne qui touche à la gouvernance et à l'organisation des institutions financières. Plus spécifiquement, « mettre la finance au service de la société nécessite une compréhension juste de sa finalité par l'ensemble des acteurs, une responsabilité de

[359] Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
[360] Articles 3 et 4, *Ibid*.
[361] Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88
[362] Règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement et modifiant les directives 2008/48/CE et 2014/17/UE et le règlement (UE) n° 596/2014, JO L, vol. 171, 29 juin 2016, pp. 1-65
[363] Règlement (UE) 2023/2631 du Parlement européen et du Conseil du 22 novembre 2023 sur les obligations vertes européennes et la publication facultative d'informations pour les obligations commercialisées en tant qu'obligations durables sur le plan environnemental et pour les obligations liées à la durabilité, JO L, 30 novembre 2023
[364] Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *op. cit.* note 31
[365] Article 1er,1) et 2), Règlement délégué (UE) 2021/1253 de la Commission du 21 avril 2021 modifiant le règlement délégué (UE) 2017/565 en ce qui concerne l'intégration des facteurs de durabilité et des risques et préférences en matière de durabilité dans certaines exigences organisationnelles et conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement, JO L, vol. 277, 2 août 2021, pp. 1-5
§26, European Securities and Markets Authority (ESMA), Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II, n° ESMA35-43-3172, 4 mars 2023
[366] J. Boissinot, « Mettre la finance au service de la société ? », *op. cit.* note 344, pp. 237-244

chacun qui dépasse le seul respect de la conformité et un engagement en faveur d'un bien plus large. » [367]

Dans ce sens, l'utilité sociétale de la Finance, et en particulier sa potentielle contribution positive au développement durable, reste conditionnée par un cadre robuste assurant une stabilité financière et par une éviction claire et efficace des comportements prédateurs. Une remise en question de certains aspects du modèle financier serait donc nécessaire afin d'assurer une prise en compte effective de l'utilité environnementale et sociale, en plus de la simple utilité économique.

Les mouvements de la finance responsable et durable visent à repenser le modèle financier prévoyant une « transformation juste et durable » de l'économie réelle[368]. La finance responsable recouvre les approches globales d'investissements consciencieux et responsables conciliant les critères extra-financiers et financiers à travers une intégration et une prise en considération des risques et des impacts environnementaux, sociaux et de gouvernance dans les décisions d'investissement.

La finance durable, au sens de la régulation européenne, se présente comme une continuité de la responsabilisation des acteurs financiers, ayant une dimension plus profonde que la réduction des effets négatifs sur les facteurs de durabilité. Elle vise à contribuer au développement durable qu'il soit environnemental ou social.

Cependant, les principes éthiques qui impulsent la finance responsable et durable se trouvent souvent marginalisés ou détournés en pratique par les acteurs financiers. Se pose notamment la question d'une éventuelle application frauduleuse ou quasi frauduleuse de ces obligations. En effet, les obligations en matière de durabilité sont majoritairement relatives à la transparence et ne peuvent ordonner une vision uniforme de la prise en compte de la durabilité au sein de la stratégie ou de la décision d'investissement. L'explication de la prise en compte des facteurs de durabilité par la société de gestion et/ou le produit financier est toutefois exigée à plusieurs niveaux,

[367] *Ibid.*
[368] M. Roussille, « Le cadre juridique de la finance durable se dessine », *op. cit.* note 159, pp. 40-44

notamment au sein de la politique d'investissement, dans le document précontractuel ou sur le site du produit financier[369].

Cette explication peut être complète et précise, en conformité totale avec la régulation, sans pour autant réellement changer le comportement ou le mécanisme de la prise de décision de l'investisseur. Conséquemment, il semble particulièrement aisé pour les acteurs financiers de déformer l'application des obligations. Remarquant une vaste dissonance entre la perception académique de l'utilité et des bienfaits de la Finance et la perception publique de ce système, l'économiste Luigi Zingales souligne l'importance de la considération des conséquences pratiques des activités financières[370]. La tendance frauduleuse du système financier est notamment étudiée. L'auteur pose la question de la nature de la fraude au sein de l'activité financière, « est-elle un accident idiosyncratique ou une caractéristique intrinsèque ? »[371]. En analysant la dimension systémique et culturelle de la fraude, l'économiste italien note que le secteur semble ne pas identifier cette dernière en tant que problème, voire l'envisage en tant qu'« *ordinary business* » [372]. Une telle indifférence du secteur peut mener vers une application fortement biaisée des obligations règlementaires.

[369] Article 3. Transparence des politiques relatives aux risques en matière de durabilité : « 1. Les acteurs des marchés financiers publient sur leur site [I]nternet des informations concernant leurs politiques relatives à l'intégration des risques en matière de durabilité dans leur processus de prise de décision en matière d'investissement. »
Article 4. Transparence des incidences négatives en matière de durabilité au niveau des entités
« 1. Les acteurs des marchés financiers publient et tiennent à jour sur leur site [I]nternet:
a) lorsqu'ils prennent en compte les principales incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité, une déclaration sur les politiques de diligence raisonnable en ce qui concerne ces incidences, compte tenu de leur taille, de la nature et de l'étendue de leurs activités ainsi que des types de produits financiers qu'ils mettent à disposition. »
Article 7. Transparence des incidences négatives en matière de durabilité au niveau des produits financiers
« 1. Au plus tard le 30 décembre 2022, pour chaque produit financier… les informations à publier visées à l'article 6, paragraphe 3, comprennent ce qui suit :
a) une explication claire et motivée indiquant si un produit financier prend en compte les principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité et, dans l'affirmative, la manière dont il le fait ;
b) une déclaration indiquant que les informations relatives aux principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité sont disponibles dans les informations à publier en vertu de l'article 11, paragraphe 2. »
Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

[370] L. Zingales, « Does Finance Benefit Society? », National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, janvier 2015
Cité par J. Boissinot, « Mettre la finance au service de la société ? », *op. cit.* note 344, pp. 237-244

[371] L. Zingales, « Does Finance Benefit Society? », *op. cit.* note 371

[372] *Ibid.*

B. La nécessité d'une régulation visant simultanément le changement climatique et la protection des droits de l'Homme

Plusieurs raisons soutiennent la pertinence d'une régulation visant la prise en compte de la problématique du changement climatique et de la protection des droits de l'Homme de façon simultanée. Notamment, tel que précédemment vu, les crises environnementales et la précarisation sociétale semblent interdépendantes dans leurs causes, leurs conséquences et leurs solutions, nécessitant une implication collective des pouvoirs publics locaux, nationaux et internationaux, de la société civile et des acteurs privés, économiques et financiers[373].

Les deux phénomènes peuvent être associés à un développement *non* durable égaré dans ses poursuites[374]. Ainsi, des mesures asymétriques favorisant davantage l'un en dépit de l'autre seraient susceptibles d'induire de plus graves dommages tels que le sacrifice de la protection des droits de l'Homme à des fins de transition énergétique[375].

En tant que problème dépassant les frontières des États, le dérèglement climatique requiert des solutions principalement issues du droit international, à l'instar des normes de droits de l'Homme. De plus, comme mentionné auparavant, le changement climatique entraîne des violations des droits de l'Homme, comme le droit à la vie, à la sûreté, à la santé et à la protection de la propriété privée. Le changement climatique est dès lors envisagé d'un point de vue normatif à travers les protections des droits fondamentaux qu'il met en péril. À l'inverse, la lutte contre le changement climatique contribue non seulement au droit à un environnement sain de façon positive, mais permet également d'assurer d'autres droits fondamentaux, tels que l'accès à l'eau potable, un air non pollué, une alimentation saine et un environnement non toxique[376].

---

[373] J. Gilbert, « Les droits humains comme prisme d'analyse de la transition écologique », *op.cit*. note 10

[374] Voir *supra,* Paragraphe 1 Le système financier incarnant le courant économique néolibéral, de la Section 1, du Chapitre 1, de la Partie I

[375] Tel que mentionné précédemment, la production des panneaux solaires est liée à des instances de violations des droits de l'Homme, soit lors de l'extraction des minerais nécessaires soit dans le processus d'assemblage.
J. Cockayne, E. Rodríguez-Huerta, O. Burcu, « 'The Energy of Freedom'? Solar Energy, Modern Slavery and the Just Transition », *op. cit.* note 2

[376] J. Gilbert, « Les droits humains comme prisme d'analyse de la transition écologique », *op.cit*. note 10

Il est dès lors nécessaire d'agir sur les deux plans de façon harmonieuse, malgré l'approche historique consistant à les appréhender séparément[377]. Initialement, la protection de l'environnement a été considérée comme partie intégrante des droits de l'Homme [378] ; cette idée est consacrée par la Déclaration de la Conférence des Nations Unies sur l'environnement humain, dite Déclaration de Stockholm en 1972 et note dans son principe 1 que « l'[H]omme a un droit fondamental à la liberté, à l'égalité et à des conditions de vie adéquates, dans un environnement d'une qualité qui permet une vie de dignité et de bien-être »[379]. Toutefois, dès la première Convention des Nations Unies sur le sujet du changement climatique à Rio de Janeiro en 1992 dit Sommet de la Terre[380], les principes directeurs relatifs au régime international sur le changement climatique ont été traités de façon isolée, sans considération pour la protection des droits l'Homme, au droit à un environnement sain ou aux droits pouvant être mis en danger par les effets du changement climatique tels que le droit à la vie ou à la santé. Sa seule mention se limite à la reconnaissance du droit au développement[381] dans le cadre du principe 3 de la Déclaration de Rio[382].

Le Protocole de Kyoto de 1997[383] consacre le régime de la lutte contre le changement climatique et reste l'un des instruments internationaux les plus complets en la matière. Toutefois, il ne fait pas mention des droits fondamentaux ni de leur protection dans le même cadre que l'environnement.

---

[377] C. Roschmann, « Climate Change and Human Rights », *op. cit.* note 280, pp. 203-242

[378] A.G. Pillay, « Economic, Social and Cultural Rights and Climate Change », in O.C. Ruppel, C. Roschmann, K. Ruppel-Schlichting (dir.), Climate Change: International Law and Global Governance, Nomos Verlagsgesellschaft mbH, Volume I: Legal Responses and Global Responsibility, 1re éd., 2013, pp. 243-260

[379] Nations Unies, Déclaration de Stockholm, A/CONF.48/14/Rev.l, adoptée le 16 juin 1972

[380] Lors de la conférence, les gouvernements adoptent les « Conventions de Rio sœurs ».
Nations Unies, Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques, adopté le 9 mai 1992, R.T.N.U, vol.1771, p.107 ;
Nations Unies, Convention sur la lutte contre la désertification, adopté le 14 octobre 1994, R.T.N.U., vol. 1954, p.3 ;
Nations Unies, Convention sur la diversité biologique, adopté le 5 juin1992, R.T.N.U., vol. 1760, p.79.
La conférence met en place le principe de « responsabilité commune mais différenciée » établissant le degré individuel de responsabilité de chaque pays selon les émissions. Ce mécanisme a vite été détourné, avec une délocalisation des émissions territoriales, des pays riches en émissions vers les pays pauvres en émissions. De plus, la conférence de Rio met en place la « Conférence des Parties » ou COP, prévoyant des réunions régulières.
C. Roschmann, « Climate Change and Human Rights », *op. cit.* note 280, pp. 203-242

[381] *Ibid.*

[382] Principe 3 : « Le droit au développement doit être réalisé de façon à satisfaire équitablement les besoins relatifs au développement et à l'environnement des générations présentes et futures. »
Nations Unies, Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement, A/CONF.151/26 (Vol. I), adoptée le 14 juin 1992

[383] Nations Unies, Protocole de Kyoto, la Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques, adopté le 11 décembre 1997, R.T.N.U., vol. 2303, p. 162

Ainsi, et historiquement, les régimes des droits de l'Homme et du changement climatique se sont tous deux développés parallèlement mais séparément, dans des optiques différentes[384].

L'Accord de Paris, dans son préambule, consacre que : « les changements climatiques sont un sujet de préoccupation pour l'humanité tout entière et que, lorsqu'elles prennent des mesures face à ces changements, les Parties devraient respecter, promouvoir et prendre en considération leurs obligations respectives concernant les droits de l'Homme, le droit à la santé, les droits des peuples autochtones, des communautés locales, des migrants, des enfants, des personnes handicapées et des personnes en situation vulnérable et le droit au développement, ainsi que l'égalité des sexes, l'autonomisation des femmes et l'équité entre les générations »[385]. L'Accord de Paris ne protège pas formellement ces droits mais énonce que les obligations consacrées devraient être lues à la lumière de ces considérations.

Inversement, la protection de l'environnement n'est que très rarement garantie en tant que droit fondamental, principalement considérée en tant qu'objectif politique, tel que dans l'article 191 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE)[386], ex-article 174 du Traité instituant la Communauté européenne, (TCE), ou à travers le principe de précaution ou le principe de la responsabilité commune mais différenciée[387]. L'absence de reconnaissance en tant que droit fondamental cantonne la protection de l'environnement et la justice intergénérationnelle au rang de principes abstraits, à la différence d'obligations juridiquement contraignantes[388], opposables aux acteurs publics et reconnues d'effet direct, dès lors invocables et accessibles aux personnes lésées.

[384] C. Roschmann, « Climate Change and Human Rights », *op. cit.* note 280, pp. 203-242
[385] Préambule, Nations Unies, Accord de Paris adopté le 12 décembre 2015, entré en vigueur le 4 novembre 2016, *op. cit.* note 90, p. 79
[386] Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, du 13 décembre 2007, entré en vigueur le 1er décembre 2009
[387] Principe 7, Nations Unies, Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement, *op. cit.* note 382
[388] F. Ekardt, « Climate Change, Justice, and Sustainability: The Right to Freedom, Protection Rights, and Balancing », ARSP: Archiv für Rechts- und Sozialphilosophie / Archives for Philosophy of Law and Social Philosophy, Franz Steiner Verlag, 2014, vol. 100, nº 2, pp. 187-200

Parmi les grandes conventions des droits de l'Homme, seule la Charte africaine des droits de l'Homme et des Peuples consacre formellement « un droit à un environnement satisfaisant »[389]. Ainsi, la Commission africaine des droits de l'Homme et des Peuples le confirme dans sa jurisprudence, notamment dans l'affaire Ogoni impliquant l'entreprise Shell et l'État nigérian[390]. En l'occurrence, l'État nigérian, actionnaire majoritaire dans une filiale nigériane de l'entreprise néerlandaise Shell[391] a été accusé d'avoir causé « de graves dommages à l'environnement et des problèmes de santé parmi la population Ogoni du fait de la contamination de l'environnement »[392], ainsi que d'avoir « facilité et fermé les yeux sur ces violations en mettant les pouvoirs judiciaires et militaires de l État à la disposition des compagnies pétrolières »[393]. La Commission africaine a reconnu le Nigeria responsable de la violation de multiples articles de la Charte africaine des Droits de l'Homme et des Peuples, notant que le droit à un environnement sain impose des obligations claires au gouvernement, exigeant de l'État de prendre des « mesures raisonnables et d'autres mesures pour prévenir la pollution et la dégradation écologique, favoriser la préservation de l'environnement et garantir un développement écologiquement durable et l'utilisation des ressources naturelles »[394]. La Commission souligne également, conformément aux dispositions énoncées dans l'article 16 [al.] 3 de la Charte africaine, que « le droit à un environnement global acceptable et favorable au développement […] [oblige] les gouvernements à cesser de menacer directement la santé et l'environnement de leurs citoyens »[395].

Dans son avis consultatif 32/25 du 3 juillet 2025, la Cour interaméricaine des droits de l'Homme, reconnait les « obligations – substantielles et procédurales – à la charge des États dans le contexte de changement climatique », notamment en

[389] Organisation de l'unité africaine (OUA), Charte africaine des droits de l'Homme et des peuples, juin 1981
A.G. Pillay, « Economic, Social and Cultural Rights and Climate Change », *op. cit.* note 378, pp. 243-260
[390] Commission Africaine des Droits de l'Homme et des Peuples, Social and Economic Rights Action Center (SERAC) and Center for Economic and Social Rights (CESR) v Nigeria, 13 octobre 2001, Communication 155/96, 30e Session Ordinaire
[391] Le gouvernement nigérian a participé par le biais d'une Société d'État, la National Petroleum Company (NNPC) dans un consortium avec Shell Petroleum Development Corporation (SPDC).
[392] §1, Commission Africaine des Droits de l'Homme et des Peuples, Social and Economic Rights Action Center (SERAC) and Center for Economic and Social Rights (CESR) v Nigeria, *op. cit.* note 390
De plus, « [l]a communication allègue aussi que le consortium pétrolier a exploité les réserves de l'Ogoni sans tenir compte de la santé ou de l'environnement des collectivités locales, déversant les déchets toxiques dans l'air et dans les voies d'eau locales, en violation des règles internationales applicables en matière d'environnement. Le consortium a également négligé et/ou n'a pas pu entretenir ses infrastructures, ce qui a causé beaucoup d'accidents prévisibles à proximité des villages. »
Ibid. §2
[393] §3, Commission Africaine des Droits de l'Homme et des Peuples, Social and Economic Rights Action Center (SERAC) and Center for Economic and Social Rights (CESR) v Nigeria, *op. cit.* note 390
[394] *Ibid.* §52
[395] *Ibid.* §52

élargissant la garantie du droit à un environnement sain à un droit à un « climat sain et stable », en confirmant également l'existence du lien « multiforme entre l'urgence climatique et autres droits de l'homme »[396]. Dans une approche « disruptive de la protection environnementale », la Cour tisse des liens entre les droits humains et les droits de la nature et confirme le besoin de traiter de leur protection de façon simultanée[397].

De son côté, la Convention européenne des droits de l'Homme ne consacre pas en tant que tel un droit à l'environnement[398], cependant, la Cour européenne des droits de l'Homme, à travers sa jurisprudence, statue sur la protection de l'environnement à travers divers droits garantis par la Convention, notamment le droit à la vie. Particulièrement, la jurisprudence souligne l'obligation de l'État au vu de l'article 2 de la Convention en cas de catastrophes naturelles[399]. Dans une affaire qualifiée d'« historique », la Cour reconnaît l'obligation de l'État à protéger les individus contre les effets du changement climatique, constatant ainsi la violation par la Confédération suisse de l'article 8 de la Convention européenne relatif au respect de la vie privée et familiale[400]. Ainsi, la Cour consacre le droit à une protection effective contre les effets dévastateurs du changement climatique sur la vie, la santé et le bien-être, reconnaissant ainsi le lien et l'interdépendance entre ce dernier et la jouissance des droits fondamentaux garantis par la Convention.

Plusieurs autres avantages juridiques et pratiques existent pour appliquer le régime des droits de l'Homme à la lutte contre le changement climatique. Tout d'abord, aborder les questions environnementales à travers les droits de l'Homme permettrait d'assurer l'universalité et le principe de non-discrimination, garantissant le droit à un

[396] M. Torre-Schaub, « Le droit à un « climat stable », Réflexions autour de l'avis consultatif rendu par la Cour interaméricaine des droits de l'homme le 29 mai 2025 en matière climatique », La Semaine juridique - Edition administrations et collectivités territoriales, 17 novembre 2025, vol. n°46, pp. 22-27.
[397] *Ibid.*
[398] Cour européenne des droits de l'Homme, Conseil de l'Europe, Convention européenne des droits de l'Homme, 4 novembre 1950
[399] CEDH, Chambre*, affaire Boudaïeva et autres c. Russie*, requêtes n°s 15339/02, 21166/02, 20058/02, 11673/02 et 15343/02, arrêt du 20 mars 2008 ;
CEDH, Grande Chambre, *affaire M. Özel et autres c. Turquie*, requêtes n°s 14350/05, 15245/05 et 16051/05, arrêt du 17 novembre 2015
[400] CEDH, Chambre, *affaire Verein KlimaSeniorinnen Schweiz et autres c. Suisse*, requête n°53600/20, *op. cit.* note 43

environnement sain et une transition juste, équitable et durable à toute personne, en particulier les populations vulnérables et marginalisées[401]. Cette approche permet subséquemment d'aborder les enjeux environnementaux à travers le prisme de l'éthique, reconnaissant les droits fondamentaux à la vie, à la santé, à la subsistance de toute personne en simple raison de son humanité et garantissant qu'aucun argument politique, économique ou financier ne pourrait compromettre la protection minimale morale[402].

Le régime des droits de l'Homme est un régime codifié dans une série d'instruments juridiques aux niveaux national, régional ou international[403]. Une vision de la protection de l'environnement et de la lutte contre le changement climatique fondée sur ces droits intègrerait les diverses normes relatives aux droits de l'Homme dans les stratégies portant sur le changement climatique[404] et, inversement, reconnaîtrait la valeur juridique de la protection de l'environnement en tant qu'obligation des États signataires[405].

De plus, les droits fondamentaux fournissent un cadre juridictionnel développé, habitué à des contextes et des besoins humains particuliers face à des ressources gouvernementales limitées. Toutefois, une question spécifique se pose quant à un tel contentieux empruntant les postulats des droits de l'Homme. Il serait difficile d'établir le lien de causalité entre les actions ou inactions des États et les dommages en termes de changement climatique ; ou pour ce qui est de l'incapacité des mesures publiques à atténuer le changement climatique, en particulier dans un contexte extraterritorial[406]. Enfin, en plus d'un accès au contentieux, le régime permet d'accéder à des mécanismes de suivi et de sanctions bien développés[407].

---

[401] J. Gilbert, « Les droits humains comme prisme d'analyse de la transition écologique », *op. cit.* note 10
[402] J. Hattingh, « Whose Climate, which Ethics?: On the Foundations of Climate Change Law », in O.C. Ruppel, C. Roschmann, K. Ruppel-Schlichting (dir.), Climate Change: International Law and Global Governance, Nomos Verlagsgesellschaft mbH, Volume I: Legal Responses and Global Responsibility, 1re éd., 2013, pp. 95-120
[403] M.J. Hall, D.C. Weiss, « Climate Change Adaptation and Human Rights: An Equitable View », in O.C. Ruppel, C. Roschmann, K. Ruppel-Schlichting (dir.), Climate Change: International Law and Global Governance, Nomos Verlagsgesellschaft mbH, Volume I: Legal Responses and Global Responsibility, 1re éd., 2013, pp. 261-298
[404] A.G. Pillay, « Economic, Social and Cultural Rights and Climate Change », *op. cit.* note 378, pp. 243-260
[405] *Ibid.*
[406] M.J. Hall, D.C. Weiss, « Climate Change Adaptation and Human Rights », *op. cit.* note 403, pp. 261-298
[407] *Ibid.*

Les droits de l'Homme fournissent un ensemble de mécanismes susceptibles d'être efficaces dans la lutte contre le dérèglement climatique, tout du moins en ce qui concerne les obligations des États. Il faut également tenir compte des activités néfastes, potentiellement constitutives de violations des droits, des acteurs privés[408]. La recherche de la responsabilité de l'État pour des faits d'entreprises pourrait s'avérer efficace. Face à son obligation de protéger les droits de l'Homme liés au changement climatique, l'État doit régulièrement évaluer si son droit interne est en mesure de prévenir, diminuer, punir et réparer les violations des droits de l'Homme commises par des tiers se trouvant sous sa juridiction, et prendre les mesures nécessaires le cas échéant[409].

Par ailleurs, la responsabilisation directe des entreprises à travers les mécanismes de droits de l'Homme semble plus problématique. Notamment, de tels mécanismes dépendent principalement des référentiels du *soft law*, éventuellement transposés et ainsi formalisés par les États. Il s'agit principalement des Principes directeurs des Nations Unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'Homme (PDNU), le Pacte mondial des Nations Unies (PMNU) et des Principes directeurs à l'intention des entreprises multinationales de l'OCDE. Ces obligations constituent des lignes directrices importantes à l'intention des États, des entreprises mais également des parties prenantes au sens large, notamment de la société civile. Elles n'ont pas de caractère contraignant, elles définissent néanmoins des standards de conduite responsable et éthique, ainsi que la nature et l'étendue du devoir de diligence raisonnable qui incombe aux acteurs privés. La seule sanction pour les entreprises serait un risque réputationnel ou financier.

[408] S.R. Roos, « Climate Change and Human Rights: What Follows for Corporate Human Rights Responsibility? », in O.C. Ruppel, C. Roschmann, K. Ruppel-Schlichting (dir.), Climate Change: International Law and Global Governance, Nomos Verlagsgesellschaft mbH, Volume I: Legal Responses and Global Responsibility, 1re éd., 2013, pp. 299-322
[409] *Ibid.*

Paragraphe 3. La régulation fondamentalement neutre

La finance responsable renvoie à la prise en compte de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les décisions d'investissement et le choix d'allocation des flux. La finance durable fait référence aux obligations de transparence en matière de performance extra-financière. Les concepts se formalisent avec le règlement SFDR (en anglais : *Sustainable Finance Disclosure Regulation*) et le Plan d'action pour la finance durable de l'Union européenne. Ce dernier est un ensemble règlementaire visant à mettre en œuvre l'Accord de Paris et le programme de développement durable de l'UE. Les normes en découlant proposent des réformes du système financier afin que celui-ci puisse soutenir et éventuellement contribuer à la transition vers une économie plus durable[410]. Le Plan met l'accent sur une transparence et une responsabilisation accrues des acteurs financiers, ainsi que sur l'approche multipartite à travers l'incitation simultanée de tous les acteurs impliqués, notamment les utilisateurs de capitaux ou les entreprises, les apporteurs de capitaux ou les épargnants et les bénéficiaires[411].

Cette évolution contribue à transformer le comportement des acteurs financiers grâce à des obligations de transparence poussées et des obligations de prise en compte des facteurs de durabilité dans les décisions stratégiques, de rémunération, de gouvernance, d'investissement et dans les exigences prudentielles[412].

Toutefois, ces obligations, en dépit de leur nécessité et de leur caractère novateur, ne semblent pas suffisamment ambitieuses, voire considérées fondamentalement neutres. Afin de saisir le réel apport des réglementations en matière de finance responsable et durable, il convient de rappeler le panorama normatif existant aux niveaux européen, international et national, lequel se situe principalement entre le *soft law* et l'obligation de transparence (A). Conséquemment, en dehors d'une réelle

[410] Commission européenne, Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre, *op. cit*. note 157
[411] I. Holmes, S. Maule, « Responsible Investment: Addressing Sustainability Challenges Through Financial Reform », *op. cit*. note 126
[412] Commission européenne, Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre, *op. cit*. note 157

revalorisation de la performance extra-financière, l'opportunité de la finance responsable et durable est toujours perçue à travers le prisme de la performance financière. Dans ce sens, la régulation de la finance responsable permet principalement d'identifier et de rapporter le dommage extra-financier causé (B).

A. La régulation de la finance responsable entre soft law et obligation de transparence

Au cours de la dernière décennie, et grâce aux normes internationales (a.), régionales (b.) et nationales (c.), la finance responsable a progressé de façon considérable sur les questions de développement durable et de lutte contre le réchauffement climatique. La finance responsable représente une approche à faible intensité de carbone, plus durable, économe en ressources et circulaire. Elle constitue aussi un enjeu clé pour garantir la pérennité de l'économie et la stabilité financière européenne et mondiale. Dans cette logique, une approche complète et globale est nécessaire afin de garantir l'effectivité de ces normes et un déploiement cohérent et concret de ces intérêts. L'Union européenne mène cette charge et met en place un programme législatif ambitieux visant à réformer la réglementation du secteur des services financiers en se focalisant sur la durabilité et en incorporant des préoccupations extra-financières.

a. Les normes internationales

En 2015, l'Assemblée générale des Nations Unies adopte le programme « Agenda 2030 » et ses 17 objectifs de développement durable (ODD). Par le biais de ce programme, 193 États membres des Nations Unies se sont engagés « à œuvrer en vue d'assurer une croissance économique durable et inclusive ainsi que l'inclusion sociale et la protection de l'environnement, dans un esprit de partenariat et de paix. »[413] Les objectifs sont issus du *soft law* et sont dès lors formellement non contraignants. Intégrés par l'Union européenne et les États membres des Nations Unies dans leurs actions et leurs normes, ces objectifs peuvent retrouver leur force juridique. Même non contraignants, les objectifs de développement durable influencent les acteurs publics et privés dans leurs initiatives visant le développement durable[414].

Le programme propose un encadrement universel, avec un plan d'action ambitieux pour les pays et tous les acteurs tels que les institutions financières et les investisseurs. Avec ses 17 objectifs, le programme constitue le plan le plus complet à ce jour pour traiter simultanément des sujets sociétaux et environnementaux tels que le changement climatique, l'érosion de la biodiversité et du capital naturel, le travail forcé et le travail des enfants ou la corruption ; tous sous couvert d'une croissance économique saine et durable.

L'Accord de Paris[415] adopté par les Nations Unies renforce la lutte contre le réchauffement climatique « en rendant les flux financiers compatibles avec une transition vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques. »[416] L'Accord de Paris est un traité international juridiquement contraignant pour les parties signataires. Ainsi, l'Union européenne et tous ses États membres, après avoir signé puis ratifié le traité, se sont engagés à adapter

[413] Transformer notre monde : le Programme de développement durable à l'horizon 2030, résolution 70/1 de l'Assemblée générale du 25 septembre 2015, vol. A/RES/70/1, 21 octobre 2015
[414] A. Pellet, « Les raisons du développement du soft law en droit international : choix ou nécessité ? », in P. Deumier, J.-M. Sorel (dir.), Regards croisés sur la soft law en droit interne, européen et international, LGDJ, Contextes : culture du droit, 2018, pp. 177-192, https://hal.parisnanterre.fr/hal-01783184
[415] L'Accord de Paris sur le climat, est un traité international sur le réchauffement climatique adopté le 12 décembre 2015, par les 197 parties membres des Nations Unies et l'Union européenne et ratifié par 192 parties signataires.
Il concerne l'atténuation et l'adaptation au changement climatique ainsi que leur financement.
Nations Unies, Accord de Paris adopté le 12 décembre 2015, entré en vigueur le 4 novembre 2016, *op. cit.* note 90, p. 79
[416] Préambule §2, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op.cit.* note 30

leurs politiques internes afin de contenir « l'élévation de la température moyenne de la planète nettement en dessous de 2 °C par rapport aux niveaux préindustriels et de poursuivre l'action menée pour limiter l'élévation de la température à 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels. »[417] L'Accord instaure un mécanisme permettant d'assister l'application des dispositions par les parties signataires. Le mécanisme prévu est constitué d'un comité d'experts et a pour mission la facilitation de la mise en place des mesures nécessaires. Il ne fonctionne toutefois ni de manière corrective ni de manière punitive[418]. Ainsi, depuis son entrée officielle en vigueur le 4 novembre 2016, de réels progrès ont été constatés. L'Accord a réussi à inspirer une action climatique sans précédent sur le plan mondial. Néanmoins, selon le premier bilan de son application publié par l'ONU en septembre 2023, les politiques publiques en place ne sont pas alignées avec les objectifs à long terme[419]. Par conséquent, en plus d'importants manquements en termes d'atténuation, les capacités d'adaptation au changement climatique ne sont, elles non plus, pas aux niveaux nécessaires[420].

Ces normes s'adressent principalement aux États, à la différence des personnes morales privées. Néanmoins, une évolution est constatée dans les approches des acteurs privés. Les institutions financières et les investisseurs adoptent progressivement les postulats de la finance responsable même issus de normes non opposables, en particulier avec l'instrumentalisation des objectifs de développement durable en tant qu'indicateurs de contribution positive de leurs investissements ou à travers l'alignement de produits financiers aux scénarios de 1,5 °C ou 2 °C de réchauffement climatique.

---

[417] Article 2, Nations Unies, Accord de Paris adopté le 12 décembre 2015, entré en vigueur le 4 novembre 2016, *op. cit.* note 90, p. 79

[418] Article 15, *Ibid.*

[419] Conclusion n° 4 : « Les émissions mondiales ne suivent pas les trajectoires d'atténuation modélisées au niveau mondial qui sont compatibles avec l'objectif de température de l'Accord de Paris, et les possibilités de relever le niveau d'ambition et de donner effet aux engagements actuels afin de limiter le réchauffement climatique à 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels s'amenuisent rapidement. »
UNFCCC Secretariat, Technical dialogue of the first global stocktake. Synthesis report by the co-facilitators on the technical dialogue, Synthesis report, FCCC/SB/2023/9, UN Climate Change Conference - United Arab Emirates Nov/Dec 2023, 8 septembre 2023

[420] Conclusion n° 9 : « Les changements climatiques menaçant tous les pays, toutes les communautés et toutes les personnes dans le monde, il est urgent d'intensifier les activités d'adaptation et de redoubler d'efforts pour prévenir les pertes et les préjudices, les réduire au minimum et y remédier afin de réduire les effets croissants des changements et d'y répondre, en particulier pour ceux qui sont les moins bien préparés à ces changements et les moins à même de se relever après une catastrophe. »
Ibid.

Le principal corpus juridique contraignant s'adressant aux acteurs des marchés financiers est issu de l'action de l'Union européenne, par la suite traduit dans le droit interne des États membres.

b. Les normes européennes

L'Union agit selon deux schémas importants. Premièrement, en mars 2018, elle publie le Plan d'action pour la finance durable afin de réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables[421]. Deuxièmement, en janvier 2020, l'UE met en œuvre le Pacte vert[422], visant à atteindre la neutralité climatique d'ici à 2050, par la diminution des émissions de gaz à effet de serre conformément à l'Accord de Paris[423]. L'Union met en place des directives sur l'économie circulaire, la rénovation des bâtiments, la biodiversité, l'agriculture et l'innovation.

La norme phare en matière de responsabilisation des acteurs financiers sur le plan européen est le règlement *Disclosure* ou SFDR[424]. Ce dernier impose des obligations de transparence non financières aux acteurs financiers se situant sur le territoire de l'Union européenne. Le règlement établit un cadre juridique paneuropéen harmonisé, permettant ainsi aux acteurs financiers de communiquer de manière adéquate et cohérente sur leurs investissements durables[425]. Le SFDR s'inspire des travaux de la *Task Force on Climate-related Financial Disclosure* (TCFD). Il définit des règles de transparence pour les professionnels de la finance, regroupés sous la dénomination d'« acteurs des marchés financiers »[426], et impose un standard commun de publication d'informations en matière de durabilité des produits financiers[427]. Dans un premier lieu, le règlement étend le champ d'application en ce qui concerne les acteurs financiers, visant tous les acteurs faisant du conseil et de la gestion de fonds. Il étend l'obligation de transparence aux établissements de crédit et aux entreprises

[421] Commission européenne, Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre, *op. cit*. note 157
[422] Commission européenne, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Le pacte vert pour l'Europe, *op. cit*. note 158
[423] Site de la Commission européenne, page dédiée au Pacte vert pour l'Europe <https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en#highlights>
[424] Le règlement sur la divulgation de la finance durable (SFDR) est en vigueur depuis le 10 mars 2021 et a été introduit par la Commission européenne en même temps que le règlement sur la Taxonomie dans le cadre des mesures découlant du plan d'action de l'UE sur la finance durable.
Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
[425] Préambule §10, *Ibid.*
[426] Article 2, *Ibid.*
[427] V. Mercier, « La transparence renforcée des acteurs des marchés financiers en matière de durabilité », Bulletin Joly Bourse, mars 2021, nº mars-avril 2021, pp. 53-58

d'investissement qui fournissent des services de gestion sous mandat et de conseil en investissement.

Le règlement vise à améliorer la transparence et la publication d'informations pertinentes de façon exhaustive et standardisée[428]. Il exige une transparence accrue en ce qui concerne les risques liés au développement durable[429], les impacts négatifs[430] sur le développement durable et les informations connexes[431]. Notamment, il établit pour les acteurs financiers des règles harmonisées relatives à la transparence en ce qui concerne « l'intégration des risques en matière de durabilité et la prise en compte des incidences négatives en matière de durabilité dans leurs processus ainsi que la fourniture d'informations en matière de durabilité en ce qui concerne les produits financiers. »[432]

Ainsi, les sociétés de gestion de portefeuille doivent déterminer des politiques de gestion des incidences négatives et des risques en matière de durabilité ainsi que des politiques de rémunération intégrant les risques en matière de durabilité. Concernant les produits financiers, les sociétés de gestion sont obligées de classifier leurs fonds selon le niveau d'intégration des facteurs de durabilité. Plusieurs catégories sont référencées, permettant une adaptabilité pour les investisseurs et une meilleure visibilité pour les épargnants. Premièrement, les fonds classés article 6 SFDR sont ceux qui n'intègrent les facteurs extra-financiers que de façon minimale ou marginale. La classification peut correspondre à la notion d'investissement responsable s'il y a une prise en compte des facteurs ESG de façon complémentaire à l'analyse traditionnelle sans aucune contrainte. Deuxièmement, les fonds classés article 8 SFDR sont ceux qui intègrent les facteurs ESG de façon contraignante et promeuvent des caractéristiques

[428] Joint Committee of European Supervisory Authorities, Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088, JC 2021 03, 2 février 2021

[429] Article 3 : « 1. Les acteurs des marchés financiers publient sur leur site [I]nternet des informations concernant leurs politiques relatives à l'intégration des risques en matière de durabilité dans leur processus de prise de décision en matière d'investissement. »
Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

[430] Article 4 : « 1. Les acteurs des marchés financiers publient et tiennent à jour sur leur site [I]nternet :
a) lorsqu'ils prennent en compte les principales incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité, une déclaration sur les politiques de diligence raisonnable en ce qui concerne ces incidences, compte tenu de leur taille, de la nature et de l'étendue de leurs activités ainsi que des types de produits financiers qu'ils mettent à disposition (…) »
Ibid.

[431] Article 5 portant sur la transparence des politiques de rémunération en ce qui concerne l'intégration des risques en matière de durabilité.
Ibid.

[432] Article 1er, *Ibid.*

environnementales et sociales à travers leurs processus et stratégies d'investissement. Troisièmement, les fonds classés article 9 SFDR ont un objectif d'investissement durable[433] environnemental et/ou social. Ils intègrent les facteurs ESG de façon prioritaire et visent à investir uniquement de façon durable.

En fonction de la classification, plusieurs obligations de transparence en découlent.

De multiples standards techniques se sont succédé jusqu'au règlement délégué final[434], révisé depuis sa mise en œuvre [435] puis rectifié à nouveau[436].

Le règlement SFDR reprend le principe de l'information à deux niveaux, ceux de l'entreprise et du produit financier et, dans une certaine mesure, le principe du « *comply or explain* » ou bien d'appliquer ou d'expliquer, qui suppose soit d'appliquer les dispositions règlementaires soit d'expliquer de façon claire et précise pourquoi l'acteur y déroge[437]. Le principe permet une normativité élastique, voire un caractère contraignant hybride. Il offre une plus grande liberté et adaptabilité aux investisseurs tout en encadrant les comportements en matière de prise en compte de la durabilité[438].

[433] Le règlement définit ainsi la notion d'investissement durable qui est un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental ou un objectif social, pour autant que ces investissements ne causent de préjudice significatif à aucun autre objectif et que les sociétés investies appliquent des pratiques de bonne gouvernance, en particulier en ce qui concerne des structures de gestion saines, le traitement du personnel et le respect des obligations fiscales.
[434] Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, JO L, vol. 196, 25 juillet 2022, pp. 1-72
[435] Règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, JO L, vol. 050, 7 février 2023, pp. 3-27
[436] Rectificatif au règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, JO L, vol. 65, 2 mars 2023, pp. 59-77
[437] P.-A. Binet, « Finance durable : l'impulsion française », *op. cit.* note 292, pp. 44-48
[438] A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe » Bulletin Joly Bourse, mars 2017, pp. 202-208

c. Les normes nationales

Sur le plan national, les États mettent en place des lois sur la transparence en matière de durabilité. En France, il s'agit, dans un premier temps, de la loi relative à la transition écologique pour la croissance verte (TECV). En ce qui concerne les acteurs financiers, dans son article 173, la loi énonce une obligation de reporter la manière dont ils articulent les objectifs ESG et dont ils intègrent les critères non financiers au sein de leurs stratégies de gestion et de leur mode de gouvernance. La loi TECV va plus loin que le système précédent, notamment que la loi n° 2010-788 du 12 juillet 2010 dite Grenelle II, instituant, par l'article 224, une obligation de rapports extra-financiers à la charge de certains acteurs financiers. L'obligation de transparence suit le principe de « *comply or explain* » tel que prévu par le règlement SFDR également.

Dès son entrée en vigueur, la régulation par la transparence démontre une réelle efficacité avec le développement conséquent de politiques d'investissement prenant en compte ces critères extra-financiers. Toutefois, une grande hétérogénéité des publications s'installe en termes de qualité, de quantité, de pertinence et de comparabilité. Cela peut s'expliquer par le manque de précision en termes de méthodologies et de maturité des indicateurs[439].

La loi TECV a été remplacée par la loi du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat (LEC), qui instaure un cadre règlementaire établissant des objectifs pour la politique climatique et énergétique française afin de répondre à l'urgence climatique et à l'Accord de Paris. La loi crée des outils de pilotage, de gouvernance et d'évaluation de la politique climat inspirés du *Committee on Climate Change* britannique et instaure le Haut Conseil pour le Climat, organisme consultatif indépendant chargé d'évaluer la stratégie climatique de la France et l'efficacité des politiques mises en œuvre pour atteindre ses ambitions[440].

[439] V. Mercier, « La transparence renforcée des acteurs des marchés financiers en matière de durabilité », *op. cit.* note 427, pp. 53-58

[440] Vie publique, « Loi énergie et climat du 8 novembre 2019 », 12 novembre 2019, http://www.vie-publique.fr/loi/23814-loi-energie-et-climat-du-8-novembre-2019

Les obligations de transparence des entreprises évoluent de façon importante avec un encadrement plus rigoureux et précis vis-à-vis des rapports annuels et des informations disponibles sur le site Internet. Son article 29 établit de nouvelles obligations de transparence, renforçant les exigences de l'article 173 de la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte, sur la prise en compte des risques de durabilité au sein de la stratégie et la politique d'investissement, et la transparence en matière d'enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG)[441].

L'article 29 traduit et complète le dispositif de publication du cadre européen prévu par le règlement (UE) 2019/2088, dit règlement SFDR. Il va plus loin, avec une mise en avant explicite des enjeux liés au climat et à la biodiversité. L'article 29 prévoit une obligation de transparence d'une part, relative aux incidences de leurs activités sur le changement climatique et la biodiversité et, d'autre part, relative à l'exposition et à la vulnérabilité de leurs portefeuilles quant à ces deux thématiques. Les sociétés de gestion sont également censées communiquer sur leur prise en compte des caractéristiques ESG dans leurs processus décisionnels, sur les moyens mis en œuvre en interne à ce sujet et sur leur politique d'engagement en matière de vote auprès des instances de gouvernance des actifs sous gestion.

Ces obligations de transparence exigent une granularité d'information poussant non seulement les acteurs financiers à articuler leur positionnement mais aussi à réellement formaliser les processus guidés par les facteurs de durabilité. En effet, les règlements, en particulier le règlement SFDR, mettent en place des exigences visant « à accroître la confiance des investisseurs et la sensibilisation à l'impact environnemental de ces produits financiers ou obligations d'entreprise, à créer de la visibilité et à répondre aux préoccupations quant au risque d'"écoblanchiment" »[442].

Toutefois, malgré leurs effets tangibles mais indirects sur le comportement effectif des acteurs des marchés financiers, les principales obligations découlant de la

[441] Association Française de la gestion financière (AFG), Deloitte, Guide professionnel, Loi Énergie-Climat application aux sociétés de gestion de l'article 29, (décret d'application n° 2021-663 du 27 mai 2021), Décryptage et mise en contexte, mai 2022

[442] Préambule §11, Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88

finance responsable restent focalisées sur la transparence. Cela peut freiner l'efficacité des normes dans une dimension plus large, notamment leur vocation à réorienter les flux et faciliter la transition vers une économie plus durable.

B. La régulation de la finance responsable, une simple prévention de risques

La régulation issue des mouvements de la finance responsable et durable considère pour la première fois de façon concrète et contraignante des facteurs non financiers. Toutefois, son approche semble principalement prévoir une remise à niveau. L'efficacité de la régulation semble limitée par la conception même de l'intégration et de l'analyse des enjeux extra-financiers, insuffisamment distincts de la conception de l'analyse financière traditionnelle (a.).

De plus, la régulation semble cantonner une partie significative de son périmètre d'influence au comportement des acteurs financiers à la seule évaluation et quantification des risques potentiels (b.), en dépit de la prévention réelle des impacts négatifs et transformation des modes opératoires les ayant permis.

a. L'analyse extra-financière empruntant un fonctionnement similaire à l'analyse financière

La régulation en matière de finance responsable encadre la prise en compte des enjeux extra-financiers dans la prise de décisions financières, notamment à travers l'analyse de la performance des actifs financiers par rapport aux critères ESG ou de durabilité. La performance des entreprises est analysée à travers divers critères qualitatifs et quantitatifs environnementaux[443], sociaux[444], sociétaux[445] et de gouvernance[446]. Cela permet aux investisseurs, comme aux parties prenantes au sens général, d'apercevoir les engagements, les objectifs et les résultats réels des entreprises et d'en déduire diverses conséquences financières. Pour les investisseurs, ces critères

[443] Tels que les émissions des gaz à effet de serre, la consommation et le mix énergétique, la gestion des ressources, des matières premières et des déchets, la mise en place de mesures de protection de la biodiversité, l'exposition aux risques du changement climatique, etc.
[444] Tels que la mise en place de mesures d'inclusion, de diversité et de protection des employés, le taux de fréquence et de sévérité des accidents, la qualité de vie au travail, l'exposition aux formes de travail dangereux ou précaire, etc.
[445] Tels que la gestion responsable de la chaîne d'approvisionnement, le respect des droits de l'Homme des personnes dans la chaîne de valeur de l'entreprise, la protection des communautés locales, la mise en place de mesures de protection des lanceurs d'alerte, la responsabilité fiscale, etc.
[446] Tels que la transparence et l'éthique d'affaires, la composition et l'indépendance des organes de gestion et d'administration, l'intégration des facteurs de durabilité dans le modèle d'affaire, la mise en place des mesures de lutte contre la corruption, la présence et la composition de différents comités tels que le comité d'audit, de rémunération, etc.

sont traduits en termes de risques et d'opportunités d'investissement. Ainsi, la finance responsable prévoit une approche de gestion des risques et des indicateurs de performance à long terme, supposés être déjà pris en compte dans une analyse financière complète[447]. Les facteurs extra-financiers sont des indicateurs de performance globale et de création de valeur à moyen et long terme[448]. Des facteurs comme la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes, ses employés, la conformité des opérations avec les régulations en vigueur sont des informations importantes à prendre en compte dans l'analyse de la valeur de l'entreprise[449]. Elles peuvent se traduire directement ou indirectement en indicateurs de performance financière ou de risque financier.

Les facteurs extra-financiers n'ont dès lors « rien de spécial » [450] et sont pris en compte au même titre que n'importe quel autre actif incorporel générant de la valeur à long terme[451]. Cela suppose néanmoins une réelle reconnaissance des enjeux extra-financiers en tant qu'enjeux affectant la valorisation de l'entreprise à long terme, le degré de l'importance accordée pouvant donc dépendre de la sensibilité de l'analyste ou du gérant financier[452].

La régulation sur la finance responsable semble rappeler l'importance de facteurs ayant historiquement été mis à l'écart mais qui devraient, par essence, faire partie du statu quo du système financier tel qu'entendu. En ce sens, l'approche d'investissement issue des principes de la finance responsable emprunte le même cheminement que l'approche traditionnelle, d'analyse des risques dans la recherche de l'opportunité financière et de la profitabilité.

Ainsi, son efficacité voire son mérite sont également mesurés dans les termes comptables et financiers à travers la rentabilité, la performance boursière et le retour

[447] A. Edmans, « The End of ESG », Financial Management, 4. janvier 2023, vol. Spring 2023, no 52(1), pp. 3-17
[448] *Ibid.*
[449] *Ibid.*
[450] *Ibid.*
[451] *Ibid.*
[452] W. Schramade, « Integrating ESG into Valuation Models and Investment Decisions: The Value Driver Adjustment Approach », Nyenrode Business University, 22 février 2016, 12 pages

sur investissement ou l'équilibre entre les coûts spécifiques de l'investissement responsable par rapport aux gains éventuels, en comparaison aux approches d'investissement traditionnelles[453]. Toutefois, une efficacité d'un point de vue environnemental ou social serait difficile à atteindre à travers la régulation telle qu'elle se présente actuellement. Sur le plan juridique, notamment, la régulation en matière de finance responsable ne permet pas réellement d'éviter ou d'empêcher les violations des droits fondamentaux ou les dommages environnementaux.

Une telle efficacité serait dès lors indirecte, liée à une amélioration spontanée de pratiques ou en raison d'une transparence accrue sur ces sujets.

[453] C. Revelli, P. Sentis, « L'investissement socialement responsable diffère-t-il vraiment de l'investissement conventionnel ? », La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion, 2012, vol. 255-256, nº 3-4, pp. 85-95

b. L'analyse extra-financière cantonnée à l'identification des risques et des incidences potentiellement négatives

Les normes de la finance responsable, nationales, régionales et internationales de la finance responsable encadrent principalement la transparence des acteurs financiers et économiques par rapport aux facteurs extra-financiers et de durabilité. La régulation, cependant, n'ordonne pas une allocation spécifique des capitaux ni n'interdit aux gérants d'investir dans les entreprises ou actifs impliqués dans les violations des droits fondamentaux ou les dommages environnementaux. À travers la transparence accrue sur ces sujets, la régulation encourage une prise en compte de ces facteurs dans l'espoir que le risque de responsabilité et le risque de réputation en découlant motivent les investisseurs à réorienter les flux de capitaux ou à exercer une pression sur les entreprises afin qu'elles cessent et réparent leurs impacts négatifs.

La seule régulation qui pourrait éventuellement agir sur ces sujets concerne directement les entreprises ; il s'agit de la directive sur le devoir de diligence en matière de développement durable[454] ou de la directive de la Commission relative à la protection de l'environnement par le droit pénal, remplaçant l'actuelle directive sur la criminalité environnementale de 2008[455]. Toutefois, aucun devoir de vigilance ni aucune responsabilité spécifique n'incombent aux actionnaires ou aux entreprises financières d'investissement. Ces dernières ont une obligation d'intégration de ces facteurs dans leurs processus de prise de décision et de transparence. Ainsi, le règlement SFDR exige une transparence accrue en matière d'incidences négatives, notamment avec la Déclaration relative aux principales incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité[456] pour tous les produits

[454] Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, *op. cit.* note 51

[455] La liste des crimes environnementaux au niveau de l'UE est étendue de 9 à 18, comprenant le trafic illégal de bois, la pollution causée par les navires, l'utilisation de mercure et de gaz à effet de serre fluorés, l'importation d'espèces envahissantes, l'épuisement illégal des ressources en eau, ainsi que de graves violations de la législation sur les produits chimiques. Des sanctions plus sévères, notamment des peines d'emprisonnement et des amendes plus lourdes, sont harmonisées dans tous les États membres de l'UE. L'adoption formelle de la directive révisée a eu lieu en 2024, censée être suivie de la transposition en droit national par les États membres de l'UE. Cependant, certains États membres ont déjà introduit la qualification d'« écocide » comme infraction pénale, notamment en France avec les notions du délit de mise en danger de l'environnement et du délit général de pollution des milieux et d'un délit d'écocide issues de la loi Climat et Résilience du 22 août 2021.
Directive (UE) 2024/1203 du Parlement européen et du Conseil du 11 avril 2024 relative à la protection de l'environnement par le droit pénal et remplaçant les directives 2008/99/CE et 2009/123/CE, JO L, 30 avril 2024

[456] Article 4 et Annexe I, Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à «ne pas causer de préjudice important» et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en

financiers qui déclarent prendre les incidences négatives en compte, notamment les produits classifiés article 8 et article 9 SFDR. Quatorze indicateurs d'incidence négative (*principle adverse impacts* ou PAI) environnementaux et sociaux sont définis comme obligatoires pour tous les produits financiers. Les sociétés de gestion de portefeuille doivent intégrer dans leurs rapports périodiques au moins un critère supplémentaire de la liste des indicateurs supplémentaires climatiques et liés à l'environnement, ou de la liste des indicateurs supplémentaires liés aux questions sociales et de personnel, de respect des droits de l'Homme et de lutte contre la corruption et les actes de corruption[457].

Les principes de la finance responsable sont censés servir de fondement pour tout fonctionnement financier régulier et sain, permettant de mesurer l'exposition aux risques structurels, autrement marginalisés, et de renforcer la résilience du système financier[458]. Toutefois, ils ne visent pas réellement à améliorer une performance extra-financière ou globale mais simplement à quantifier et reporter les dommages éventuellement causés[459], supposant que cette transparence incitera indirectement l'investisseur à changer sa stratégie et que la peur du désinvestissement changera par la suite le comportement de l'entreprise.

Dans le meilleur des cas, la finance responsable permet d'éviter des violations, mais elle n'a pas un champ d'action intrinsèquement positif. Elle semble en ce sens fondamentalement neutre. Ce n'est qu'à travers la recherche d'un investissement durable et d'une performance extra-financière positive que la finance responsable et durable pourrait effectivement contribuer à la transition vers un développement durable.

Cependant, il existe une asymétrie de prise en compte des facteurs extra-financiers positifs et négatifs. Notamment, les facteurs d'impact positif ou de

matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit.* note 434

[457] *Ibid.*

[458] P. Bolton et al., « Penser la stabilité financière à l'ère des risques écologiques globaux – Vers de nouveaux arbitrages entre efficience et résilience des systèmes complexes », Revue d'économie financière, Association Europe Finances Régulations, 2020, vol. 138, nº 2, pp. 41-54

[459] L'obligation de transparence en matière d'incidences négatives permet de saisir de façon majoritairement quantitative les impacts négatifs des investissements. Toutefois, aucune obligation de prévenir ces impacts ou de les rectifier n'en découle.

durabilité, tout en faisant partie des obligations de transparence[460], demeurent moins tangibles et précis.

Selon le règlement SFDR, l'investissement durable est défini en tant qu' « investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif environnemental, […], ou un investissement dans une activité économique qui contribue à un objectif social, […], pour autant que ces investissements ne causent de préjudice important à aucun de ces objectifs et que les sociétés dans [lesquelles] les investissements sont réalisés appliquent des pratiques de bonne gouvernance, en particulier en ce qui concerne des structures de gestion saines, les relations avec le personnel, la rémunération du personnel compétent et le respect des obligations fiscales »[461]. La définition reste peu précise en termes de mise en œuvre, au vu de l'objectif initial de s'appuyer sur la Taxonomie européenne dont la mission est de définir l'activité durable selon les objectifs environnementaux et sociaux.

Toutefois, l'application d'une telle notion de l'investissement durable reposant sur la Taxonomie est en réalité rendue difficile par un horizon chronologique décalé. En effet, la Taxonomie[462] met en place une systématisation des activités alignées sur les objectifs d'investissement durable, environnementaux et sociaux. La Taxonomie européenne verte est déjà entrée en vigueur, mais la Taxonomie européenne sociale est restée en phase de projet.

Les objectifs environnementaux sont les suivants : l'atténuation du changement climatique, l'adaptation du changement climatique, l'eau, l'économie circulaire, la pollution et la biodiversité. La Taxonomie sociale vise plusieurs objectifs, sans emprunter une logique de classification des activités, mais plutôt une classification des comportements. Elle propose trois objectifs principaux assortis de sous-objectifs.

---

[460] Documents précontractuels issus des Annexes II et III et rapports annuels issus des Annexes IV et V du règlement délégué 2023/363.
Annexes II, III, IV et V, Règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *op. cit.* note 435
Rectificatif au règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *op. cit.* note 436
[461] Article 2, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
[462] Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88

Premièrement, l'objectif du travail décent comprend des sous-objectifs tels que le renforcement du dialogue social, la promotion de la négociation collective ainsi que des salaires minimums vitaux garantissant une vie décente. Deuxièmement, l'objectif d'un niveau de vie adéquat porte notamment sur des produits sains et sûrs, des soins de santé de qualité et un logement de qualité. Troisièmement, l'objectif de communautés inclusives et durables vise également à promouvoir l'égalité et la croissance inclusive ainsi que des moyens de subsistance durables[463].

Deux notions relatives à la Taxonomie sont à distinguer.

L'éligibilité à la Taxonomie définit le pourcentage total du chiffre d'affaires (CA), CAPEX (*capital expenditure*, ou dépense d'investissement de capital en français) ou OPEX (*operational expenditure*, ou dépenses d'exploitation en français) généré par l'entreprise qui dérive d'une activité faisant partie du champ d'application de la Taxonomie européenne. Cette valeur n'indique pas si l'activité répond aux critères de contribution substantielle.

L'alignement avec la Taxonomie définit l'activité durable, il s'agit du pourcentage total du chiffre d'affaires, CAPEX ou OPEX, généré par l'entreprise qui contribue de manière substantielle à un des six objectifs environnementaux, qui démontre une absence de préjudice significatif aux autres objectifs, et qui démontre le respect des garanties minimales, notamment du respect des droits de l'Homme tels que consacrés par les Principes directeurs de l'OCDE[464]. Selon les clarifications des Autorités européennes de supervision, l'absence de préjudice est censée être définie selon les 14 indicateurs obligatoires des incidences négatives (PAI)[465]. En l'absence de données des émetteurs, les investisseurs disposent d'une certaine liberté d'analyse et de choix de critères qualitatifs et quantitatifs afin de répondre à leur obligation règlementaire[466].

[463] J. Vorbach, Avis du Comité économique et social européen sur le thème «Taxinomie sociale : enjeux et possibilités», 2022/C 486/03, Journal officiel de l'Union européenne, 21 décembre 2022
[464] OECD, Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales sur la conduite responsable des entreprises, *op. cit.* note 56
[465] §43-50, Joint Committee of European Supervisory Authorities, Clarifications on the ESAs' draft RTS under SFDR, JC 2022 23, juin 2022, https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-provide-clarifications-key-areas-rts-under-sfdr
[466] Association Française de la gestion financière (AFG), Principes de définition cadre de l'investissement durable au sens de SFDR, mars 2023, https://www.afg.asso.fr/app/uploads/2023/04/note-si-v2023-fr-vf.pdf

Une fois réellement opérationnelle dans son ensemble, la Taxonomie permettra[467], à travers la classification des activités qui poursuivent des objectifs de durabilité environnementale et sociale, de réorienter l'investissement vers des activités durables.

Les normes de la finance responsable réussissent à cerner les problématiques du caractère prédateur de la finance traditionnelle. Elles s'attaquent à la complexité et à l'opacité du système pour ouvrir la voie à une mobilisation multipartite à court terme et à une réorientation des financements à moyen et long terme.

Elles opèrent, néanmoins, dans le même système et s'appliquent selon des fonctionnements semblables à ceux qu'elles essayent de changer.

[467] Notamment, une fois le corpus complet de la Taxonomie verte et sociale adopté, entré en vigueur et ensuite appliqué par les entreprises du marché global, il pourrait par la suite être utilisé par les investisseurs en tant que gage de durabilité.

CHAPITRE II : UNE MISE EN ŒUVRE VOUEE A DENATURER L'OBJET DE LA FINANCE RESPONSABLE

Née de diverses approches visant à repenser l'investissement traditionnel, la finance responsable existe depuis quelques décennies. Elle vise à dévoiler puis instrumentaliser le lien et l'utilité sociétale de la Finance, tendant à dépasser les théories néoclassiques les négligeant largement[468]. Elle résulte du mépris de la dépendance du système financier et économique à la fois à l'égard de l'ordre social et de l'environnement, menant vers des incidences négatives sur les facteurs de durabilité, et à la fois à l'égard des règles et des institutions juridiques conduisant aux crises récurrentes des marchés financiers.

La finance responsable représente les initiatives de formalisation et de normalisation des principes éthiques, socialement responsables, solidaires visant à atténuer ces dérives et à repenser les modalités organisationnelles de ce système[469]. L'avènement du dérèglement climatique cristallise également le besoin des approches concrètes de lutte et d'adaptation au sein du système financier. Le renforcement de la résilience et de la robustesse de la Finance face aux risques de durabilité globaux nécessitait un réexamen des modes opératoires du système, de l'amélioration des approches de modélisation des risques, à l'intégration des paramètres extra-financiers et de durabilité dans les mécanismes et stratégies de gestion et au changement des politiques publiques[470].

Ces approches prennent de l'ampleur, en particulier en Europe à travers une inflation normative sur les plans nationaux, régionaux et internationaux ainsi qu'à travers une transformation des pratiques formelles et informelles de marché.

---

[468] L. Boldeman, « The Relationship Between the Economic System and the Social Order », The Cult of the Market, ANU Press, Economic Fundamentalism and its Discontents, 2007, pp. 73-102
[469] T. Cuénoud, « L'impact de la crise financière sur la finance responsable en France, vers une structuration plus durable du secteur ? », Vie & sciences de l'entreprise, ANDESE, 2013, vol. 195-196, n° 3-4, pp. 13-32
[470] P. Bolton et al., « Penser la stabilité financière à l'ère des risques écologiques globaux – Vers de nouveaux arbitrages entre efficience et résilience des systèmes complexes », *op. cit.* note 458, pp. 41-54

Toutefois, l'idéal recherché par la nouvelle vague de régulations devient nuancé en pratique, car une application fidèle semble difficile (Section 1), voire déformée (Section 2).

Section 1. Une application difficile

Dès sa conception, l'accueil et l'application de la finance responsable par les acteurs économiques et financiers étaient voués à un parcours périlleux, de l'incompatibilité et l'incohérence conceptuelle à une application maladroite voire intentionnellement déformée.

Avec le temps, les notions de la finance responsable se développent menant lentement une évolution du système financier dans son ensemble. La mobilisation des acteurs publics et privés fait progresser les exigences et les pratiques de marché, les rendant de plus en plus crédibles et techniques (Paragraphe 1).

Toutefois, malgré le chemin parcouru, l'application des postulats de la finance responsable et la réelle transformation des agissement des acteurs économiques et financiers demeurent difficiles. Notamment, la mise en œuvre des dernières évolutions s'avère longue et laborieuse, avec des complexités intrinsèques dépassant parfois les capacités actuelles du marché (Paragraphe 2) permettant potentiellement des asymétries de contrainte en raison du manque de mobilisation générale de toutes les parties prenantes.

Paragraphe 1. L'application prévue

Le système financier étant complexe et peu harmonisé, il est difficile de trouver des mécanismes communs répondant aux besoins et enjeux de différents investisseurs. Plusieurs spectres larges doivent ainsi être envisagés et ce, dans l'optique de prévoir une application optimale des principes de la finance responsable. Il faut, dans un premier temps, définir le concept de matérialité ou la pertinence des facteurs extra-financiers et de durabilité à prendre en compte (A.). Dans un second temps, les investisseurs disposent d'un large éventail de stratégies répondant aux différents degrés de leurs ambitions (B.) et aux enjeux spécifiques de leurs classes d'actifs (C.).

A. Le concept de matérialité déterminant la mise en œuvre des principes de la finance responsable

L'objectif premier de toute stratégie financière et de tout acteur d'investissement est par défaut et avant tout d'assurer la performance financière, de maximiser les profits et de participer à la croissance économique. Pour cela, les gérants de portefeuilles financiers définissent des stratégies d'investissement diverses en se focalisant sur les éléments quantitatifs, qualitatifs, la recherche macroéconomique ou la recherche fondamentale des entreprises et actifs particuliers. Traditionnellement, les facteurs pertinents à prendre en compte ont été ceux qui se démontraient matériels financièrement, considérant leur impact financier direct et significatif. En ce sens, certains facteurs non financiers sont entrés en considération stratégique et financière, étant donné qu'ils sont susceptibles d'avoir « une incidence négative importante sur la valeur d'un investissement »[471] (a.).

Avec l'élargissement du concept de la finance responsable, les effets négatifs sur les facteurs de durabilité se démontrent également pertinents à prendre en compte du fait de leurs impacts sociaux et environnementaux(b.), mais également du fait de leurs impacts financiers indirects. Des éléments autres que purement financiers ont été intégrés dans des stratégies de gestion de portefeuilles et des décisions d'investissement en raison de la pertinence de leur incidence sur les facteurs de durabilité[472].

[471] Notamment, le risque en matière de durabilité est défini par le règlement SFDR comme se manifestant « dès lors qu'il existe un événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'il survient, pourrait avoir une incidence négative importante sur la valeur d'un investissement ».
Article 2, 22), Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
[472] Les facteurs de durabilité sont définis par le SFDR comme « les questions concernant les enjeux environnementaux, sociaux, le respect des droits de l'Homme et la lutte contre la corruption. »
Ibid.

a. La matérialité simple : l'introduction des facteurs non financiers dans les décisions financières

Il convient tout d'abord de définir le concept de matérialité afin de comprendre les intérêts sous-jacents qui animent et orientent les décisions d'investissement et ultimement leurs effets sur l'application de la finance responsable.

Le concept de matérialité dont il est ici question se distingue du concept comptable de matérialité, où un seuil de matérialité est défini comme le seuil au-delà duquel une erreur comptable peut avoir un impact significatif sur la véracité des comptes. En effet, il s'agit de la notion du seuil de matérialité au-delà duquel les sujets éthiques, sociaux ou environnementaux sont considérés comme pertinents et significatifs pour l'entreprise et pour ses parties prenantes, y compris les investisseurs.

Le référentiel *Global Reporting Initiative* (GRI) définit les éléments matériels en tant qu'éléments qui « influencent de manière significative les évaluations et les décisions des parties prenantes »[473]. Depuis la mise à jour des standards, la matérialité est définie selon « les impacts des activités et des relations commerciales d'une organisation sur l'économie, l'environnement et les personnes peuvent avoir des conséquences négatives et positives pour l'organisation elle-même. Ces conséquences peuvent être opérationnelles ou de réputation et donc, dans de nombreux cas, financières. »[474]

En ce sens, le concept de la matérialité financière s'étend aux impacts financiers de pertes de valeur, non seulement directes, mais aussi indirectes comme conséquences de problèmes opérationnels ou de dommages à la réputation de l'entreprise ou de ses investisseurs. De plus, le référentiel GRI précise que les éléments peuvent être ou devenir matériels à court, moyen ou long terme[475].

[473] §1.3.2, Global Sustainability Standards Board (GSSB), « GRI 101: Foundation 2016 », 2016
[474] §2.2, Box 1, Global Sustainability Standards Board (GSSB), « GRI 101: Foundation 2021», 2021
[475] Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

Selon le référentiel de l'*International Financial Reporting Standards* (IFRS), les informations sont matérielles si « l'omission, la dénaturation ou la dissimulation de ces informations pourrait raisonnablement influencer les décisions que les principaux utilisateurs des informations financières prennent sur la base de ces informations […]»[476]. Le référentiel définit la pertinence des informations selon leur usage par les investisseurs, ces derniers étant les principaux utilisateurs des rapports financiers et extra-financiers et dès lors les principaux destinataires des informations reportées.

Le règlement délégué de la directive CSRD énonce les normes européennes de *reporting* sur le développement durable (ESRS)[477]. Il confirme cette vision focalisée sur la pertinence de l'information pour les parties prenantes et l'absence de vice de consentement en la matière. De plus, il précise qu'un facteur extra-financier est financièrement matériel s'il peut raisonnablement déclencher des effets financiers importants sur l'entreprise[478]. Plus précisément, il est financièrement matériel si le facteur de durabilité génère des risques ou des opportunités susceptibles d'influencer significativement « le développement, la situation financière, la performance financière, les flux de trésorerie, l'accès au financement ou le coût du capital de l'entreprise à court, moyen ou long terme »[479], qu'ils découlent d'événements passés ou futurs, qu'ils soient sous le contrôle de l'entreprise ou issus de la chaîne d'approvisionnement.

Indépendamment de l'étendue de son champ d'application, il s'agit ici de l'intégration des facteurs extra-financiers en tant que risques en matière de durabilité externes susceptibles d'affecter l'entreprise et sa performance, outre l'impact de cette dernière sur la société, ses parties prenantes ou sur l'environnement.

[476] §18, International Sustainability Standards Board (ISSB), International Financial Reporting Standards (IFRS) S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information, juin 2023, https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/
[477] En anglais: European Sustainability Reporting Standards (ESRS).
[478] §49, Annexe I, Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, JO L, 22 décembre 2023
[479] §49, *Ibid.*

b. La double matérialité : l'élargissement nécessaire de la conception de la finance responsable

Une autre vision, la double matérialité, est formalisée par l'Union européenne ; d'abord par le règlement SFDR puis par la directive CSRD. En effet, la double matérialité prend en compte deux volets, d'un côté la matérialité financière, le risque en matière de durabilité, c'est-à-dire un éventuel risque sur la valeur financière de l'investissement causé par des facteurs de durabilité externes (*outside in*) et d'un autre côté la matérialité d'impact, à savoir l'incidence négative des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité (*inside out*)[480].

Ainsi, le règlement délégué à la directive CSRD confirme que la double matérialité relève de deux dimensions : la matérialité d'impact et la matérialité financière[481]. Le règlement délégué indique que, selon la matérialité d'impact, « une question de durabilité est importante du point de vue de l'impact lorsqu'elle concerne les impacts importants, réels ou potentiels, positifs ou négatifs, de l'entreprise sur les personnes ou l'environnement à court, moyen ou long terme. Les impacts incluent ceux liés aux propres opérations de l'entreprise et à sa chaîne de valeur en amont et en aval, y compris à travers ses produits et services, ainsi qu'à travers ses relations commerciales. Les relations commerciales incluent celles de la chaîne de valeur en amont et en aval de l'entreprise et ne se limitent pas aux relations contractuelles directes. »[482]

La notion européenne de la matérialité d'impact concerne les facteurs environnementaux, sociaux, sociétaux et de gouvernance (ESG)[483] et s'appuie en particulier sur la protection des droits de l'Homme et sur le processus de diligence raisonnable défini dans les instruments internationaux des Principes directeurs des Nations Unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'Homme et les Principes

[480] Le règlement SFDR ne définit pas spécifiquement la notion de la double matérialité, mais énonce l'obligation de prendre en compte, au niveau de l'entité et au niveau du produit financier, les risques en matière de durabilité et les incidences négatives. Articles 3 et 4, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
[481] §37, Annexe I, Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, *op. cit.* note 478
[482] §43, *Ibid.*
[483] §44, *Ibid.*

directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales[484]. L'importance d'un impact négatif potentiel est déterminée par la gravité et la probabilité de l'impact potentiel. Quant aux éventuels impacts négatifs sur les droits de l'Homme, la gravité de l'impact prime sur sa probabilité[485]. Cela représente une avancée importante dans l'intégration de la veille sur de potentielles violations des droits de l'Homme au sein des décisions stratégiques des entreprises même en dehors du périmètre direct de leur activité.

La double matérialité représente un réel avantage pour une application fidèle des prémisses de la finance responsable visant à prévenir les dommages environnementaux et sociaux. En effet, pour mettre en place une analyse de double matérialité, l'engagement notable des parties prenantes est requis[486]. Notamment, l'entreprise procède à son devoir de diligence raisonnable à travers une communication substantielle avec toutes les parties prenantes susceptibles d'affecter ou d'être affectées par l'entreprise[487]. De ces relations de responsabilité entre les entreprises, leurs parties prenantes et la société naissent des discussions sur le développement durable[488] et des opportunités d'évolutions. Les décisions qui en résultent prennent lesdits enjeux en compte.

Une plus grande transparence sur les sujets et facteurs de durabilité à travers les rapports extra-financiers et en matière de durabilité contribue directement à une amélioration de la compréhension sociétale du développement durable. Toutefois, une telle participation des parties prenantes dans l'établissement des aspects et facteurs matériels imprègne le processus de subjectivité.

La matérialité est un phénomène socio-économique et politique, plutôt que technique, qui façonne une compréhension sociétale plus large du développement

[484] §45, *Ibid.*
[485] §45, *Ibid.*
[486] §24, *Ibid.*
[487] §22, *Ibid.*
[488] D.J. Cooper, W. Morgan, « Meeting the evolving corporate reporting needs of government and society: arguments for a deliberative approach to accounting rule making », Accounting and Business Research, Routledge, 1er août 2013, vol. 43, nº 4, pp. 418-441

durable à travers la communication d'entreprise[489]. En ce sens, le concept de matérialité induit un certain degré de flexibilité. Dès lors, et plutôt que d'être considéré comme un véritable exercice d'analyse, de stratégie ou de processus mécanique, il peut être instrumentalisé par la direction des entreprises.[490] Celles-ci peuvent ainsi définir la matérialité de façon restreinte et subjective, ne divulguant qu'une quantité limitée d'informations[491].

D'un autre côté, la double matérialité peut avoir un effet financier positif. L'application de l'approche de double matérialité par les investisseurs contribue notamment à l'amélioration des performances financières des portefeuilles. Les résultats empiriques révèlent que des allocations durables peuvent optimiser la performance financière[492]. Selon ces résultats, les décisions d'investissement tenant compte des facteurs de durabilité matériels ont un effet financier positif, tandis que les investissements dans des questions immatérielles n'ont aucun impact sur la performance financière[493].

De plus, les analystes financiers perçoivent les informations divulguées en matière de durabilité sur des questions matérielles comme un signal de bonne performance environnementale et sociale, d'une transparence accrue et d'une moindre incertitude, desquelles résultent des prévisions plus précises et ponctuelles[494]. En ce sens, la double matérialité entraîne une diminution des erreurs de prévision des analystes et un caractère informatif plus élevé des cours de bourse des actions financières[495].

Il s'agit d'instrumentaliser la recherche en matière de durabilité afin de mieux saisir les risques et opportunités selon différents secteurs et industries et ce, dans

[489] J. Brown, J. Dillard, « Integrated reporting: On the need for broadening out and opening up », Accounting, 27 août 2014, vol. 27, n° 7, pp. 1120–1156
[490] C. Edgley, « A genealogy of accounting materiality », Critical Perspectives on Accounting, 1er mai 2014, vol. 25, no 3, pp. 255-271
[491] F. Beske, E. Haustein, P. Lorson, « Materiality analysis in sustainability and integrated reports », Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 21 octobre 2019, vol. ahead-of-print
[492] M. Khan, G. Serafeim, A. Yoon, « Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality », *op. cit*. note 278
[493] Il est important de noter que l'étude s'est basée sur la matérialité telle que définie par l'organisme SASB, qui définit les critères matériels selon les enjeux spécifiques de multiples industries sur la base d'une approche internationalement reconnue. *Ibid.*
[494] C. Martinez, « Effects of Materiality and Assurance of Environmental and Social Disclosures on Analysts' Forecast Accuracy », 12 octobre 2016
[495] *Ibid.*

l'optique de maximiser les allocations au sein du portefeuille et générer du profit. Le concept de double matérialité invite à intégrer dans l'analyse et dans les décisions d'investissement les informations non seulement financièrement pertinentes mais également celles qui ont un impact social et/ou environnemental important.

Toutefois, les décisions financières suivent, en pratique, le schéma traditionnel, estimant matériel ce qui permettrait de mieux qualifier voire prévenir les risques financiers et d'identifier et saisir les opportunités financières. Ces facteurs démontrant un impact social ou environnemental important servent, tout de même, de matrice de risque et d'opportunité afin de contribuer à la recherche de la performance financière. Ainsi, malgré l'ambition de l'intégration de la durabilité, le concept de double matérialité peine à se séparer de son utilité purement financière[496].

Cela est à distinguer de l'investissement à impact ou de l'investissement durable visant à contribuer positivement aux objectifs de développement durable. Ces approches recherchent intentionnellement les impacts positifs environnementaux et/ou sociaux et sont censées être intrinsèquement motivées par ces bienfaits indépendamment du profit généré.

Concernant les entreprises, la prise de décisions stratégiques et opérationnelles tenant compte des risques, des opportunités et de l'impact des facteurs de durabilité matériels peut être financièrement bénéfique non seulement par ses effets financiers directs, mais aussi indirectement, quant à la diminution du risque de réputation et de responsabilité pouvant impacter fortement l'entreprise et sa performance financière.

D'un autre côté, la recherche empirique a identifié un certain nombre de problèmes liés à l'application de la double matérialité. Notamment, plusieurs difficultés ont été constatées par rapport au processus même de diligence, comme une

[496] L.G. de Merxem, I. Tchotourian, « La double matérialité, clé de voûte d'une gouvernance durable de l'entreprise », Revue intern. de droit économique, Association internationale de droit économique, 2024, n° 4, pp. 59-91

mauvaise divulgation du processus de définition des aspects matériels, des variations dans l'application du concept de matérialité des lignes directrices mais aussi de l'hétérogénéité des définitions utilisées[497]. Ainsi, dans le cadre d'une étude, 140 rapports de développement durable ont été examinés et ont démontré un manque de clarté dans le processus d'évaluation de la matérialité.[498] Les organisations déclarantes ont été trouvées en capacité de manipuler leur hiérarchisation des questions de développement durable en fonction de leurs valeurs et priorités politiques[499].

Les études constatent aussi un manque fréquent de compétences au sein des organisations pour appliquer l'analyse de matérialité en matière de durabilité[500] ; en résulte une faible qualité des rapports dans certaines organisations[501].

Les études révèlent des biais pratiques importants dans l'application de la matérialité concernant les facteurs de durabilité. En effet, les analyses de matérialité favorisent surtout les intérêts financiers à court terme[502], traitent et intègrent les aspects de durabilité de façon inadéquate[503]. Cela remet en question la crédibilité des rapports sur le développement durable et peut conduire à une représentation inexacte des performances en matière de développement durable[504].

De plus, même en suivant les méthodologies bien établies des référentiels de *reporting* extra-financier, les entreprises ont tendance à divulguer davantage leurs bonnes performances et à diminuer voire ignorer les mauvaises performances ou à les présenter hors contexte. Ainsi, les entreprises divulguent parfois des informations scientifiques et techniques de façon déformée, biaisée ou clairement fausse[505] dans le

[497] C.A. Adams et al., The double-materiality concept, Application and issues, Global Reporting Initiative, mai 2021, https://www.globalreporting.org/media/jrbntbyv/griwhitepaper-publications.pdf
[498] B. Machado, L. Dias, A. Fonseca, « Transparency of materiality analysis in GRI-based sustainability reports », Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 26 octobre 2020, vol. 28, pp. 1-11
[499] *Ibid.*
[500] C.A. Adams et al., The double-materiality concept, Application and issues, *op. cit.* note 497
[501] S. Franzoni, M. Avellino, « Sustainability Reporting in International Hotel Chains », Symphonya. Emerging Issues in Management, 4 janvier 2020, pp. 96-107
[502] J. Puroila, H. Mäkelä, « Matter of opinion: Exploring the socio-political nature of materiality disclosures in sustainability reporting », ACCOUNTING, AUDITING AND ACCOUNTABILITY JOURNAL, Emerald Group Publishing Ltd., 2019, vol. 32, nº 4, pp. 1043-1072
[503] C.A. Adams et al., The double-materiality concept, Application and issues, *op. cit.* note 497
[504] C.A. Adams, « The Ethical, Social and Environmental Reporting-Performance Portrayal Gap », Accounting, Auditing & Accountability Journal, janvier 2004, vol. 17, pp. 731-757
[505] *Ibid.*

but commercial de légitimer leurs actions plutôt que dans un exercice de transparence, pouvant ultimement induire les parties prenantes en erreur [506].

Plusieurs approches d'investissement intégrant les facteurs de durabilité ont été définies selon la matérialité simple ou double variant en degrés de contrainte et d'efficacité[507]. Toutefois, ces démarches tendent, dans la pratique, vers une réduction de risques et une création de valeur financière. En ce sens, malgré la prise en compte des facteurs de durabilité, les décisions d'investissement sont principalement guidées par une matérialité financière visant avant tout une performance financière optimale, les considérations éthiques de la finance responsable étant dès lors réduites à leur impact direct ou indirect sur la valeur de l'investissement.

[506] *Ibid.*
[507] Voir *infra,* B. Un large éventail de stratégies extra-financières du Paragraphe 1, de la Section 1, du Chapitre II, de la Partie I

B. Un large éventail de stratégies extra-financières

Face aux facteurs de durabilité pertinents, se déclinant en risques et impacts potentiels, actuels ou imminents, les investisseurs peuvent réagir de façons diverses : « ne rien faire, analyser les conséquences pour la valeur et la volatilité des portefeuilles, modifier la composition de leur portefeuille, agir afin d'avoir un impact sur la politique des entreprises. »[508] Au cours des dernières années, de nombreuses stratégies extra-financières ont été développées par des entreprises d'investissement et des sociétés de gestion de portefeuille afin de structurer ces décisions et d'optimiser l'intégration des considérations ESG, d'impact et de durabilité dans les processus de sélection de valeurs, de gestion et de suivi de portefeuilles. Ces stratégies, par leur application individuelle ou leur articulation simultanée et cumulative, reflètent et s'adaptent à la variété des stratégies et objectifs financiers et déterminent les contraintes des portefeuilles (f.). Les stratégies telles que la sélection ou l'exclusion permettent notamment une approche quantitative de réduction des risques (a.), d'autres, telles que l'investissement à impact (d.) et thématique (c.), permettent une approche proactive de recherche d'opportunités financières. Les stratégies d'intégration (b.) et d'engagement (e.) permettent, quant à elles, à la fois d'évaluer les potentiels impacts et risques financiers et de durabilité et à la fois d'optimiser leur gestion.

[508] P. Charléty, « Les investisseurs financiers », *op. cit.* note 129, pp. 139-155

a. Les stratégies de sélection positive et négative : premières stratégies d'investissement responsable

Les stratégies d'exclusion ou de *screening* négatif comptent parmi les premières stratégies employées sur le marché, excluant certains secteurs d'activité ou pratiques d'entreprises de l'univers d'investissement selon les critères de risque et de controverse ESG. De manière générale, l'exclusion de l'univers d'investissement vise à prévenir l'impact négatif du portefeuille sur les facteurs de durabilité. En ce sens, sont exclues toutes les entreprises dont le secteur d'activité ou dont le comportement est estimé controversé et à haut potentiel de risque[509].

Deux approches se distinguent.

Premièrement, l'exclusion sectorielle implique l'exclusion d'un ou de plusieurs secteurs d'activité en raison du risque intrinsèque que posent ces derniers par rapport aux considérations environnementales, sociales ou éthiques. Il s'agit notamment des secteurs des énergies fossiles en raison de leur contribution négative au dérèglement climatique, de l'industrie du tabac en raison de ses effets profondément néfastes sur la santé. Un autre exemple peut être l'exclusion de l'industrie du divertissement pour adultes, laquelle peut être considérée comme controversée du fait des risques sociaux et sociétaux importants qu'elle présente, pouvant induire une violation de certains droits de l'Homme, mais aussi être liée à la traite d'êtres humains, notamment à l'exploitation et au trafic de personnes.

Deuxièmement, l'exclusion normative implique l'exclusion d'un émetteur sur la base du respect des normes ou standards internationaux adoptés par des organisations ou institutions nationales, régionales ou internationales[510] tels que le Pacte mondial des Nations Unies (PMNU), les Principes directeurs de l'OCDE pour les entreprises multinationales ou encore les conventions internationales, les conventions d'Oslo[511] et

[509] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[510] *Ibid.*
[511] Nations Unies, Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des mines antipersonnel et sur leur destruction, adoptée le 18 septembre 1997, R.T.N.U., vol. 2056, p.211.

d'Ottawa[512] prohibant l'utilisation, la production et le stockage des mines antipersonnel et des armes à sous-munitions, ou d'autres traités internationaux ayant la même raison d'être, tels que le Traité sur la non-prolifération des armes nucléaires (1968)[513], la Convention sur l'interdiction des armes biologiques (1975)[514] et des armes chimiques (1997)[515].

Les exclusions peuvent être totales ou partielles, déterminant ainsi l'étendue et l'effectivité de l'application de l'approche. En effet, l'exclusion totale tend à exclure entièrement les entreprises visées par une exclusion normative ou sectorielle. En ce sens, l'exclusion est intégrale et le seuil, le plus souvent déterminé par rapport au chiffre d'affaires de l'entreprise en question, est à 0 %. L'exclusion partielle tend, quant à elle, à exclure partiellement les entreprises visées par une exclusion normative ou sectorielle en fonction d'un seuil spécifique de leur chiffre d'affaires. En ce sens, l'exclusion n'est pas intégrale et le seuil de chiffre d'affaires de l'entreprise en question est déterminé à un certain pourcentage.

Avec l'évolution de la place de la finance responsable, ces simples filtres négatifs ne sont plus considérés comme suffisants pour définir les investissements responsables ou durables. Ils restent tout de même inclus par défaut dans la plupart des stratégies d'investissement en complément d'autres approches permettant une prise en compte plus spécifique en fonction des valeurs investies. Les critères d'exclusion demeurant peu spécifiques et leur application restant superficielle, ces approches ne permettent pas d'informer effectivement la gestion des portefeuilles ni de réduire le risque ou de saisir les opportunités ESG. De plus, la stratégie d'exclusion ne peut nullement garantir que le portefeuille dans son ensemble génère un impact positif[516].

[512] Nations Unies, Convention sur les armes à sous-munitions, adoptée 30 mai 2008, R.T.N.U., vol. 2688, p.39.
[513] Nations Unies, Traité sur la non-prolifération des armes nucléaires, adopté le 5 mars 1970, R.T.N.U., vol. 729, p.169.
[514] Nations Unies, Convention sur l'interdiction de la mise au point, de la fabrication et du stockage des armes bactériologiques (biologiques) ou à toxines et sur leur destruction, adoptée le 10 avril 1972, R.T.N.U., vol.1015, p.164.
[515] Nations Unies, Convention sur l'interdiction de la mise au point, de la fabrication, du stockage et de l'emploi des armes chimiques et sur leur destruction, adoptée le 3 septembre 1992, R.T.N.U., vol. 1975, p.45.
[516] J. Puroila, H. Mäkelä, « Matter of opinion », *op. cit.* note 466, pp. 1043-1072

Une autre stratégie est la sélection positive, visant à inclure spécifiquement dans la sélection de valeurs en portefeuilles les entreprises et les projets affichant une performance ESG supérieure à celle de leurs pairs. Plusieurs approches se distinguent, permettant de sélectionner les valeurs les mieux positionnées par rapport aux facteurs ESG. Premièrement, l'approche *Best-in-class* vise à retenir dans l'univers d'investissement les valeurs les mieux notées par rapport à leurs approches ESG au sein de chaque secteur ou classe[517] et ce, sans exclure aucun secteur d'activité, même lorsqu'un caractère néfaste lui est attribué. Cette démarche tend, en ce sens, à évaluer les entreprises de manière comparative au sein de leur secteur.

Deuxièmement, l'approche *Best-in-universe* retient les valeurs les mieux notées indépendamment de leur secteur d'activité, en privilégiant les secteurs considérés les plus vertueux[518]. Ainsi, l'approche se focalise sur le comportement de l'entreprise sans tenir compte de l'impact de la nature même de son activité[519].

Troisièmement, l'approche *Best effort* retient les valeurs les mieux notées par rapport à leurs progrès, récompensant l'effort qu'elles font pour améliorer leur approche ou performance ESG[520].

[517] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[518] *Ibid.*
[519] *Ibid.*
[520] *Ibid.*

b. L'intégration ESG : la stratégie phare de la finance responsable

La stratégie la plus développée en matière d'évaluation de risques et d'opportunités extra-financières est la stratégie de l'intégration. Elle inclut de façon explicite et systématique des facteurs ESG dans l'analyse des valeurs et la prise de décision d'investissement. En effet, il s'agit d'une intégration des enjeux ESG dans les modèles d'analyse d'impact et de valorisation financière au même titre que les autres facteurs importants[521]. Différentes stratégies d'investissement telles que la gestion quantitative[522] ou la gestion indicielle[523] peuvent ainsi intégrer les enjeux ESG matériels dans leurs modèles de construction et de gestion de portefeuilles et ce, dans l'optique de générer un rendement supérieur ajusté au risque, de réduire le risque de perte et d'améliorer le profil de risque ESG de portefeuilles[524]. Dans le cadre de ces stratégies, les critères ESG intégrés sont majoritairement quantitatifs, résumant la performance extra-financière de l'entreprise à des résultats absolus ou relatifs[525], comparés soit avec la performance historique soit par rapport à la performance des concurrents du même secteur. Les critères sont dès lors pondérés au sein des modèles d'analyse selon l'estimation quantitative de leur impact sur le secteur ou la valeur[526].

Indépendamment de la stratégie financière du portefeuille, qu'elle soit active ou passive, fondamentale ou quantitative, les enjeux ESG matériels sont identifiés et

---

[521] Les enjeux ESG sont intégrés à l'analyse fondamentale afin d'évaluer la probabilité et la sévérité de leur impact potentiel, soit dans les indicateurs financiers prévisionnels (tels que le chiffre d'affaires, les coûts d'exploitation, la valeur comptable et les dépenses en capital) soit dans les modèles de valorisation des entreprises (modèle d'actualisation des dividendes, modèle d'actualisation des flux de trésorerie et modèle de la valeur actuelle nette ajustée).
Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment: listed equity, 15 octobre 2019, https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-listed-equity/4932.article

[522] Les stratégies d'investissement quantitatives utilisent des modèles économétrique et mathématiques pour identifier les opportunités d'investissement, les décisions d'investissement étant prise par des algorithmes plutôt que par des gérants financiers.
M. Schmidt, « Using Quantitative Investment Strategies », Investopedia, avril 2024, https://www.investopedia.com/articles/trading/09/quant-strategies.asp
Ces stratégies peuvent aussi s'appliquer à un mixe de stratégies passives et actives appelé Smart Beta, donc un mixe de la gestion quantitative algorithmique et de la gestion fondamentale par un gérant.
J. Chen, « Smart Beta ETF: Definition, Types, Example », Investopedia, Types of ETFs Explained, octobre 2023, https://www.investopedia.com/terms/s/smart-beta-etf.asp

[523] La gestion indicielle cherche à reproduire la performance d'un indice boursier en reprenant ou en s'inspirant de sa composition.
J. Fernando, « What Are Index Funds, and How Do They Work? », Investopedia, Guide to Index Fund Investing, mai 2024, https://www.investopedia.com/terms/i/indexfund.asp

[524] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment: listed equity, *op. cit.* note 521

[525] Par exemple, il peut s'agir des tonnes d'émissions de CO_2 émises dans différents périmètres de l'activité de l'entreprise, soit exprimées en valeur absolue en tonnes de CO_2 soit de façon relative en contextualisant ce chiffre par rapport au chiffre d'affaires ou la capitalisation boursière ou par rapport aux produits vendus. D'un autre côté, un autre exemple de critère quantitatif peut être l'existence d'une politique de protection des droits de l'Homme.

[526] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment: listed equity, *op. cit.* note 521

évalués en sus des facteurs financiers classiques dans le cadre de la prise de décision d'investissement sur une entreprise spécifique ou la structure de l'ensemble du portefeuille. Il s'agit principalement, voire *de facto*, d'une matérialité financière visant à identifier et prévenir les risques de perte de valeur et à identifier et saisir des opportunités financières. En effet, les critères ESG matériels intégrés dans l'analyse peuvent se référer parallèlement aux risques de durabilité (*outside in*) et aux incidences négatives (*inside out*) ; or, leur évaluation, valorisation et intégration dépend du potentiel de leur impact financier, qu'il soit direct ou indirect, plutôt que de leur impact environnemental ou social. Plus précisément, leurs impacts environnementaux et/ou sociaux sont nécessairement traduits en termes financiers. Il s'agit, notamment, du risque financier direct, mais aussi du risque de réputation et du risque de responsabilité qui peuvent, en cas d'impact négatif environnemental ou social, entraîner des conséquences financières indirectes. En ce sens, les impacts environnementaux et sociaux sont pris en compte et valorisés principalement dans la mesure de leur quantifiabilité en termes de potentiels pertes ou gains financiers.

Cela est parfaitement illustré par la mise en pratique de la stratégie de l'intégration qui se déroule généralement en trois étapes[527]. Tout d'abord, il s'agit de la recherche des titres avec l'identification des facteurs ESG importants et ayant un impact positif ou négatif sur la valorisation des actions. Ensuite, il s'agit de l'évaluation des titres, avec l'intégration des facteurs ESG matériels dans l'analyse financière et dans les modèles de valorisation, ajustant le profil de risque, les taux de rendement voulus ou encore les résultats prévisionnels. Enfin, il s'agit de la gestion du portefeuille avec la prise en compte de la notation ESG dans les décisions sur la constitution du portefeuille en ajustant les arbitrages en fonction des informations pertinentes issues de l'analyse ESG.

[527] *Ibid.*

c. L'investissement thématique : une réorientation des flux axée sur les tendances et transitions du marché

Une autre approche de l'intégration des facteurs ESG dans l'analyse et la recherche financière, cette fois plutôt sectorielle et globale, est l'investissement thématique. Notamment, selon la stratégie de l'investissement thématique, les gérants de portefeuilles investissent dans des thèmes et des activités économiques directement liés au développement durable en fonction de leur potentiel de croissance structurelle. Les valeurs retenues sont celles qui démontrent les meilleures pratiques ESG dans le secteur lié au développement durable[528]. En pratique, il s'agit des secteurs liés à la performance environnementale[529]. Il s'agit dès lors d'un focus spécifique sur les valeurs visant à atténuer ou à s'adapter au changement climatique, à assainir et traiter l'eau, à encourager l'économie circulaire comme le traitement des déchets et des matières premières et secondaires[530]. Ce choix d'investissement est principalement motivé par la considération que ces thématiques sont structurellement porteuses à long terme en vue des changements sociétaux tels que les changements d'habitudes des consommateurs, ainsi que des changements règlementaires régionaux et internationaux. Ainsi, comparées aux thématiques sociales, les valeurs environnementales sont plus facilement marchandables et donc plus facilement perçues comme des opportunités d'investissement. De plus, ces thématiques sont aussi plus faciles à regrouper selon des tendances de marché sous-jacentes à l'instar de la thématique de la transition écologique et énergétique, permettant ainsi aux portefeuilles d'être diversifiés et moins exposés aux divers risques[531].

Toutefois, certains portefeuilles adoptent la stratégie d'investissement thématique selon les critères sociaux et sociétaux. En ce sens, seront privilégiées les entreprises opérant dans des secteurs particuliers tels que le secteur de la santé, de l'éducation, du travail avec les populations issues de milieux défavorisés. Il faut noter que ces secteurs sont moins présents quant à l'investissement coté en bourse, s'agissant essentiellement de grandes entreprises déjà établies sur le marché et dont le but premier

[528] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[529] *Ibid.*
[530] *Ibid.*
[531] *Ibid.*

est la croissance. D'autres classes d'actifs, à l'image des obligations durables[532], correspondent mieux à ce type d'investissement.

Par ailleurs, l'approche centrée sur la performance des entreprises par rapport aux enjeux sociaux et sociétaux peut être adaptée aux actions cotées en bourse. En ce sens, les gérants de portefeuilles à thématique sociale choisissent les entreprises les plus concernées et les plus respectueuses à cet égard dans leur stratégie et leurs opérations[533]. En effet, sont sélectionnées les entreprises démontrant une bonne performance quant aux critères tels que la relation avec les employés, les fournisseurs, les consommateurs et avec la communauté qui les entoure, ou les entreprises soucieuses de l'inclusivité et de la diversité au sein de leurs effectifs, de l'égalité professionnelle entre les hommes et les femmes ou bien des droits de l'Homme[534].

[532] Les social bonds, ou obligations sociales sont des émissions de dette dont le produit est exclusivement dédié à financer des projets sociaux tels que l'accès aux infrastructures vitales (eau potable, assainissement, énergie et transports) ou aux services essentiels (santé, éducation, formation professionnelle, logement social, sécurité alimentaire, etc.).
International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles (SBP), juin 2023, https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/
[533] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[534] *Ibid.*

d. L'investissement à impact : la Finance à la recherche d'impact positif

L'investissement à impact s'approche dans un certain sens de la stratégie d'investissement thématique, mais indépendamment du secteur ou de l'activité de l'entreprise, la stratégie vise à obtenir un impact ESG positif et mesurable. L'investissement à impact se focalise sur les externalités ou incidences sociales et/ou environnementales positives attendues des investissements[535]. Le portefeuille définit des objectifs à impact positif, le plus souvent liés au développement durable à l'instar de la lutte contre le dérèglement climatique, de la protection de la biodiversité, de l'accès à l'éducation, à la santé ou encore à l'électricité[536]. L'impact des investissements est donc évalué par rapport à ces objectifs selon trois caractéristiques principales : l'intentionnalité, l'additionnalité, la mesure de l'impact et son intégration dans les processus d'investissement[537].

Tout d'abord, le critère de l'intentionnalité nécessite que la décision d'investissement soit motivée par la volonté intentionnelle de générer un bénéfice social ou environnemental mesurable, répondant à un enjeu de développement durable. À la différence de la stratégie de l'intégration ESG, l'investissement à impact vise un double objectif de performance financière et d'impact positif en matière environnementale et/ou sociale. La stratégie nécessite une approche systémique et s'applique en majeure partie à l'actif investi. Elle est donc contraignante et conditionne ainsi les décisions d'investissement et d'arbitrage *ex ante*. Il faut distinguer, en ce sens, l'impact résultant d'une décision intentionnelle et la revendication de l'impact *ex post* sans avoir eu l'intention de générer l'impact positif en amont[538].

---

[535] Forum pour l'investissement responsable (FIR), France invest - Association des investisseurs pour la croissance, Investissement à impact – Une définition exigeante pour le coté et le non coté, mars 2021, https://www.frenchsif.org/isr_esg/publication/investissement-a-impact-une-definition-exigeante-pour-le-cote-et-le-non-cote//

[536] *Ibid.*

[537] *Ibid.*

La définition fait écho aux standards internationaux définis par Global Impact Investing Network (GIIN).
Global Impact Investing Network (GIIN), Holistic portfolio construction with an impact lens: a vital approach for institutional asset owners in a changing world, décembre 2023, https://thegiin.org/publication/research/holistic-portfolio-construction-with-an-impact-lens-a-vital-approach-for-institutional-asset-owners-in-a-changing-world/

[538] Forum pour l'investissement responsable (FIR), France invest - Association des investisseurs pour la croissance, Investissement à impact – Une définition exigeante pour le coté et le non coté, *op. cit.* note 535

L'impact positif doit, par ailleurs, être additionnel. Notamment, le critère d'additionnalité suppose une contribution particulière et directe de l'investisseur permettant à l'entreprise investie ou au projet financé d'accroître l'impact initial. Cela matérialise l'intentionnalité de rechercher un impact et suppose que la contribution de l'investisseur est déterminante pour produire ou accroître l'impact. L'additionnalité peut être financière à travers les financements d'actifs marginalisés par les marchés financiers et/ou extra-financière à travers l'engagement et l'accompagnement actif des entreprises vers plus d'impacts sociaux et/ou environnementaux[539]. Toutefois, celle-ci doit aller plus loin que la simple intégration ESG ou l'investissement thématique veillant à la diminution des risques et à saisir les opportunités essentiellement financières.

Enfin, l'impact doit être mesurable. La mesure d'impact comprend une analyse qualitative et quantitative des externalités sociales et/ou environnementales dues à l'investissement réalisé par rapport aux objectifs d'impact définis en amont et intentionnellement poursuivis. Il s'agit d'un calcul de la part de l'impact pouvant être octroyé à la décision d'investissement et non exagéré en reprenant l'impact de l'activité entière[540]. L'accomplissement des objectifs peut se mesurer soit par l'augmentation de l'incidence positive soit par la réduction significative de l'incidence négative de l'entreprise[541], supposant dans les deux cas des résultats réels et non seulement un énoncé des enjeux.

De plus, ce critère suppose un certain degré de transparence de qualité afin d'évaluer et de crédibiliser l'approche[542].

[539] *Ibid.*
[540] Par exemple, les investissements dans des actions des entreprises qui produisent de l'énergie verte à partir des panneaux solaires, ne peuvent pas s'octroyer l'entièreté de la capacité de production de l'énergie renouvelable, mais uniquement la part due à l'investissement en question, sous condition des deux autres critères de l'intentionnalité et de l'additionnalité.
[541] Forum pour l'investissement responsable (FIR), France invest - Association des investisseurs pour la croissance, Investissement à impact – Une définition exigeante pour le coté et le non coté, *op. cit.* note 535
[542] *Ibid.*

La mise en place de stratégies d'investissement à impact dépend de la classe d'actifs du portefeuille. Notamment, quant aux actions cotées, il est difficile de démontrer l'additionnalité en vue de la part minoritaire détenue par l'investisseur. Cela est particulièrement vrai pour l'additionnalité financière. L'engagement et le dialogue avec des moyennes et grandes entreprises peuvent aussi être difficiles et peu efficaces, détachant davantage l'impact de l'influence de l'investisseur. Ainsi, afin de crédibiliser l'intentionnalité de l'approche, les investisseurs d'impact doivent mettre en place des filtres positifs de sélection tels que l'exposition du chiffre d'affaires à des produits et services ayant un impact positif afin de guider leurs décisions d'investissement.

Quant aux obligations, les investisseurs ne possèdent pas de titre de propriété, mais des titres de créance. Ils ont donc moins d'influence sur l'entreprise et moins de légitimité à engager avec elle. D'un autre côté, le financement de dettes spécifiquement dédiées aux projets durables, axés sur les enjeux environnementaux et/ou sociaux, permet aux investisseurs d'établir un lien d'additionnalité plus directement.

En dehors de quelques référentiels sur le sujet, il n'existe pas de méthodologie reconnue ou solide sur les plans national, régional ou international pour calculer l'impact net. Ainsi, y demeurent des chevauchements entre la notion de durabilité issue du Plan d'action de l'Union européenne pour la finance durable, définie selon une contribution substantielle, l'absence de préjudice et une bonne gouvernance, et la notion de l'impact telle que définie ci-dessus. Toutefois, ces deux notions n'appartenant pas au même corpus juridique, elles présentent individuellement d'importantes lacunes. Notamment, l'investissement durable se focalise sur la performance de l'entreprise à laquelle l'investisseur peut ou non contribuer, alors que l'investissement à impact nécessite une démarche active de la part de l'investisseur. D'un autre côté, l'analyse de la durabilité s'appuie sur l'absence d'externalités négatives, bien définies par le Règlement Taxonomie en tant qu'absence de préjudice significatif[543] et par le Règlement délégué du SFDR en tant que principales incidences

[543] Article 17, Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88

négatives[544]. Ces données étant absentes de l'analyse de l'impact, les investisseurs peuvent abuser de ces lacunes pour omettre les externalités négatives ou altérer leur impact.

[544] Annexe I, Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit.* note 434

e. L'engagement : l'instrumentalisation de la relation entre l'investisseur et l'actif

L'engagement actif auprès des entreprises investies constitue une stratégie ESG à part entière, déployée pour influencer leur comportement sur les questions ESG. Elle est complémentaire à d'autres stratégies notamment de l'intégration ESG ou de l'investissement à impact[545] ; l'engagement étant un outil pour mieux percevoir les risques et opportunités ESG et pour accompagner l'entreprise et maximiser l'impact. Le plus souvent, il s'agit d'un processus reposant sur l'engagement ou l'activisme actionnarial, lequel confère un rôle normatif important[546]. Les actionnaires incitent les entreprises à un changement d'approche ou à la mise en place de stratégies durables en utilisant de manière active les droits de vote liés à la détention d'actions, soit par le simple vote aux résolutions proposées par l'entreprise elle-même, soit en déposant leurs propres résolutions à l'occasion d'assemblées générales. Toutefois, les approches d'engagement dépassent l'engagement actionnarial et permettent à tout type d'investisseur d'exercer sa position en tant que partie prenante.

Aussi appelé *stewardship*[547], l'engagement permet aux investisseurs de se prévaloir de leur position privilégiée afin de mieux connaître l'activité et ses enjeux et de guider des décisions dans le but financier de maximiser la valeur globale à long terme[548], mais aussi dans un objectif extra-financier d'améliorer la performance environnementale et sociale de l'entreprise. Les régulateurs nationaux[549] et régionaux[550] tout comme les décideurs politiques incitent davantage les investisseurs institutionnels[551] à communiquer activement avec les entreprises dans lesquelles ils investissent afin de superviser et influencer leurs activités. À travers les codes de

[545] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment: stewardship, 19 février 2021, https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-stewardship/7228.article
[546] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[547] Défini par Stewardship Code de Royaume-Uni en 2020 comme « l'allocation, la gestion et la surveillance responsables du capital afin de créer de la valeur à long terme pour les clients et les bénéficiaires, conduisant à des avantages durables pour l'économie, l'environnement et la société ».
A. Otsuka, « ESG investment and reforming the fiduciairy duty », Ohio State Business Law Journal, 2021, vol. 15, nº n°1, pp. 136-163
[548] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment: stewardship, *op. cit.* note 545
[549] Notamment, il s'agit du Stewardship Code de Royaume-Uni.
[550] L'Union européenne notamment régi le sujet avec sa directive de l'Union européenne sur les droits des actionnaires II. Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, JO L, vol. 132, 20 mai 2017, pp. 1-25
[551] Il s'agit principalement des organismes collecteurs d'épargne tels que des fonds de pensions, des sociétés d'assurance, des mutuelles etc.

stewardship, qu'ils soient volontaires ou contraignants, ils définissent les bonnes pratiques d'engagement afin d'en améliorer la qualité et l'efficacité et d'encadrer l'intégration des questions ESG dans les approches d'engagement[552].

Plusieurs types d'engagements se distinguent selon la classe d'actifs et la stratégie d'investissement. Une des premières approches ouvertes à tout type d'investisseur, actionnaire ou créancier, est le dialogue. Il s'agit d'une communication moyennement formelle[553] entre l'investisseur et le bénéficiaire de l'investissement actuel ou potentiel[554] afin d'améliorer ses pratiques et ses résultats en matière d'ESG ou de durabilité ou la transparence des informations de façon générale. L'objectif du dialogue est d'identifier les enjeux ESG pertinents, de faire le point sur les résultats, de fixer des objectifs futurs afin d'intégrer toutes ces conclusions dans la prise de décision d'investissement[555]. Les actions de dialogue peuvent être menées individuellement par l'investisseur, par l'intermédiaire d'un prestataire *sell-side*[556] ou en collaboration avec d'autres investisseurs. Le dialogue peut être initié soit spontanément par l'entreprise ou par l'investisseur afin d'aborder des questions ou résultats spécifiques, soit en participant à des évènements dédiés tels que les forums auxquels les entreprises participent afin de rencontrer le plus grand nombre de leurs actionnaires ou investisseurs. L'engagement collaboratif permet à un groupe ou un réseau d'investisseurs de mener ensemble des actions d'engagement auprès des entreprises, leur permettant d'accroître leur influence et leur légitimité, de poursuivre des objectifs collectifs, de partager des informations ainsi que des coûts et des efforts[557].

---

[552] Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, *op. cit.* note 550

[553] Cela peut prendre différentes formes telles que les réunions, les présentations de résultats ou divers moyens d'échanges entre l'investisseur et la cible de l'engagement afin d'aborder les questionnements et les intentions de l'investisseur.

[554] Il s'agit principalement d'un dialogue entre l'investisseur et l'entreprise potentielle ou investie, mais le dialogue peut aussi prendre place entre des parties prenantes autres que l'entreprise, telles que le régulateur, la communauté financière, les agences de notation, les décideurs politiques, les compétiteurs, les fournisseurs, etc.

[555] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment : stewardship, *op. cit.* note 545

[556] Les organismes sell-side sont des prestataires de services intermédiaires qui facilitent l'achat et la vente de produits financiers, fournissent des recherches et des analyses pour les investisseurs, les accompagnant dans la prise et la réalisation des décisions d'investissement.
C. Kerr, « Who are the main trading market participants? », Euronext, 3 octobre 2023, https://www.euronext.com/fr/news/qui-sont-les-principaux-acteurs-du-marche-de-la-negociation

[557] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment: stewardship, *op. cit.* note 545

La participation aux assemblées générales et le vote est un autre type d'engagement, ouvert uniquement aux actionnaires. Il s'agit d'un outil d'engagement essentiel, permettant aux investisseurs de participer directement aux décisions clés de l'entreprise, relatives à la nomination des administrateurs, à la rémunération des effectifs de direction, aux décisions stratégiques ou encore aux résolutions portant sur des problématiques environnementales et/ou sociales[558]. Les investisseurs actionnaires peuvent aussi proposer des résolutions, en particulier quant à la performance et aux objectifs de durabilité et à leur intégration dans l'activité de l'entreprise.

L'encadrement de la stratégie d'engagement demeure particulièrement lié à la responsabilité fiduciaire de l'investisseur vis-à-vis de son client. Ainsi, ne pas exercer son pouvoir d'engagement de façon efficace pour gérer les risques et maximiser les performances peut indiquer un manquement de la part de l'investisseur à ses devoirs et obligations envers ses bénéficiaires[559]. Cela est confirmé de façon limitative, considérant que l'intégration des critères ESG dans les décisions d'investissement et d'engagement relève de la responsabilité fiduciaire si celle-ci permet d'obtenir un meilleur couple rendement-risque résultant en de meilleures performances financières[560].

D'un autre côté, l'engagement reste l'approche la plus efficace pour inciter les entreprises à faire évoluer leur comportement en matière de durabilité. Ainsi, en plus d'un simple vote ou dialogue, certains investisseurs adoptent des stratégies d'activisme actionnarial[561], entrant en capital afin d'exercer une pression forte et influencer radicalement les décisions stratégiques.

[558] *Ibid.*
[559] *Ibid.*
[560] A. Otsuka, « ESG investment and reforming the fiduciairy duty », *op. cit.* note 547, pp. 136-163
[561] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80

f. L'intégration des stratégies ESG par les portefeuilles

Généralement, les fonds qui mettent en place une ou plusieurs des approches susmentionnées portent le nom de fonds d'investissement socialement responsables (ISR), mais ceci reste une catégorie très hétérogène.

L'Autorité des marchés financiers (AMF), régulateur français, a mis en place une doctrine ne reconnaissant que trois approches comme significativement engagées[562], correspondant aussi aux exigences du label ISR du ministère français des Finances[563]. En effet, selon la doctrine de l'AMF, un fonds est significativement engagé en matière d'ESG si l'approche retenue prévoit dans les documents règlementaires des objectifs mesurables de prise en compte des critères extra-financiers. Premièrement, selon l'approche en « sélectivité » par rapport à l'univers investissable : un portefeuille s'engage à exclure de son univers d'investissement 20 % des valeurs les moins bien notées. Deuxièmement, selon l'approche en « amélioration de note » par rapport à l'univers investissable, un portefeuille s'engage à investir de sorte que sa note reste supérieure à la note de l'univers d'investissement après élimination de minimum 20 % des valeurs les moins bien notées. Troisièmement, selon l'approche en « amélioration d'un indicateur extra-financier » par rapport à l'univers investissable, la moyenne d'un indicateur extra-financier calculée au niveau du portefeuille doit être supérieure à celle de l'univers investissable calculée après élimination de minimum 20 % des plus mauvaises valeurs de cet indicateur[564].

Au niveau européen, le règlement SFDR reste agnostique quant aux choix et à l'articulation des stratégies d'investissement énonçant limitativement les objectifs minimaux à viser, laissant ainsi une grande marge de manœuvre aux gérants.

---

[562] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 27 juillet 2020, https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2020-03

[563] D. générale du Trésor, Label ISR soutenu par les pouvoirs publics, Référentiel du label, 3 janvier 2024, https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2023/12/11/label-isr-publication-du-nouveau-referentiel ;
D. générale du Trésor, Label ISR : publication du nouveau référentiel, 3 janvier 2024, https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2023/12/11/label-isr-publication-du-nouveau-referentiel

[564] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 27 juillet 2020, *op. cit.* note 562

En pratique, les produits financiers adoptent une combinaison d'approches différentes selon leur stratégie générale, la classe d'actifs, le niveau d'ambition et le classement SFDR du portefeuille. Il n'existe pas de stratégie universelle, mais une panoplie de différentes versions d'application des principes de la finance responsable et durable.

En ce sens, la contrainte ne réside pas entièrement dans le choix de la stratégie[565], mais plutôt dans son énoncé et son suivi. Notamment, l'approche adoptée doit être définie dans les documents officiels engageant la responsabilité de l'investisseur, tels que le code de transparence, la politique d'investissement, les documents précontractuels financiers et ESG spécifiques aux produits financiers ainsi que les rapports réguliers concernant les produits ou concernant l'activité générale de la société de gestion de portefeuille. Ces approches relevant principalement des pratiques du marché ou de référentiels non contraignants deviennent obligatoires pour le produit et l'investisseur par leur transcription dans les documents officiels. De plus, ce qui est énoncé dans les documents précontractuels doit être suivi et reporté de façon régulière, mensuelle, trimestrielle et/ou annuelle[566].

[565] Le régulateur français l'AMF oblige les investisseurs voulant afficher l'ESG en tant qu'élément central de leur communication, de choisir au moins une des trois stratégies susmentionnées.
Ibid.
En dehors de cette obligation, le choix et la combinaison des stratégies restent majoritairement à la discrétion du gérant.
[566] Article 11, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

C. L'étendue et la cohérence de l'application dépendante de la classe d'actifs

Les actions cotées en bourse (a.) et les obligations (b.) sont les classes d'actifs les plus avancées avec une longue histoire d'intégration des facteurs ESG et de durabilité. Toutefois, l'application effective et complète des stratégies ESG dépend profondément de leurs enjeux voire de leur nature juridique.

a. L'intégration des facteurs ESG et de durabilité dans les stratégies d'investissement en actions cotées

Depuis les années 2000, les entreprises affichent leurs « efforts pour être ou apparaître comme responsables sur le plan environnemental et social »[567]. Les approches RSE étant facultatives, les entreprises les développent et en reportent les résultats afin de répondre aux premières exigences des investisseurs institutionnels ou afin de se distinguer auprès des investisseurs du marché général. Les premiers référentiels et régulations en matière de communication extra-financière apparaissent à ce stade et visent principalement les grandes entreprises cotées en bourse[568]. Certaines lois, à l'instar de la loi Grenelle II en France, élargissent le champ d'application à toutes les entreprises de plus de 500 salariés et de plus de 100 milliards d'euros de chiffre d'affaires[569]. Toutefois, la principale impulsion du développement et de l'intégration des critères extra-financiers dans les stratégies d'entreprise reste l'appréciation par le marché.

Les stratégies d'intégration des facteurs ESG ont même été conçues pour correspondre à l'investissement dans les entreprises, et en particulier celles cotées en bourse, exposées aux obligations de transparence les plus exigeantes. En ce sens, toutes

[567] P. Crifo, A. Rebérioux, « Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : nouvelle frontière de la finance durable ? », Revue d'économie financière, Association d'économie financière, 2015, vol. 117, nº 1, pp. 205-223
[568] Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, *op. cit.* note 103
[569] LOI n° 2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement, 2010-788, juillet 2010 ;
Décret n° 2012-557 du 24 avril 2012 relatif aux obligations de transparence des entreprises en matière sociale et environnementale, 2012-557, JUSC1023113D, avril 2012.

les approches de l'intégration des facteurs ESG mentionnées ci-dessus peuvent être trouvées sur les marchés d'actions avec différentes stratégies de *screening* notamment la sélection négative, l'investissement durable, à impact et/ou thématique ainsi que l'engagement et le vote[570]. Ces stratégies ESG peuvent être intégrées dans les pratiques existantes de définition de l'univers d'investissement et de construction des portefeuilles d'actions cotées[571]. Toutefois, malgré la facilité relative de la mise en place de ces stratégies pour les actions cotées, la qualité de l'application de certaines est loin d'être assurée.

Notamment, les portefeuilles d'investissement en actions cotées visant une intégration ESG peuvent inclure explicitement et systématiquement les questions ESG dans leurs décisions d'investissement[572] en analysant les entreprises selon leur exposition aux risques, opportunités et impacts ESG. À cet effet, les investisseurs peuvent utiliser les notations extra-financières internes ou faites par des agences de notation qui évaluent et analysent les pratiques extra-financières des entreprises en se basant principalement sur des données publiques issues des rapports d'entreprises, des études spécialisées, des estimations ou encore des démarches d'engagement avec les parties prenantes[573]. En veillant à la performance globale de l'entreprise investie ou potentielle, selon les facteurs relevant de sa responsabilité environnementale, sociale, sociétale et de sa gouvernance, les portefeuilles cherchent une meilleure appréciation du couple rendement-risque et dès lors une meilleure performance à long terme. La stratégie de l'intégration constitue la vision financière et analytique de l'approche RSE chez des entreprises.

Les stratégies de *screening* s'appuient aussi sur les éléments pertinents de l'activité des entreprises cotées tels que leur secteur d'activité[574] ou leur comportement jugé en violation avec une norme internationale de référence[575]. Il s'agit donc, pour un

[570] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment : listed equity, *op. cit.* note 521
[571] *Ibid.*
[572] *Ibid.*
[573] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[574] En particulier, quant aux secteurs controversés ou susceptibles de produire un impact négatif sur les facteurs environnementaux tels que les énergies fossiles, ou sociaux tels que le tabac.
[575] Notamment, il s'agit des normes en matière de droits de l'Homme, du droit humanitaire, de la lutte contre la corruption ou les paradis fiscaux, etc.

portefeuille, d'appliquer à l'univers d'investissement des filtres définis selon ses préférences, ses valeurs ou son analyse des risques afin d'exclure les entreprises non éligibles à l'investissement[576].

Il en va de même pour l'investissement thématique pour lequel le gérant de portefeuilles recherche les entreprises qui correspondent le mieux aux thématiques d'investissement prédéfinies, soit par leur activité, soit par leur exposition intrinsèque à une ou plusieurs grandes tendances de la finance durable, soit par leur comportement, notamment par leur performance extra-financière ou en matière de durabilité. Il s'agit de la conciliation du couple rendement-risque avec la volonté de faire progresser des questions spécifiques environnementales ou sociales[577].

L'investissement durable, tel que défini par le règlement SFDR et la Taxonomie européenne, correspond parfaitement à l'investissement en entreprise. En particulier, lorsque la stratégie d'investissement durable se réfère aux objectifs environnementaux d'investissement durable tels que définis par la Taxonomie, la mise en place de la stratégie par le portefeuille semble facile[578]. En effet, selon le règlement dit « Taxonomie verte », les entreprises sont censées procéder à une analyse interne de leurs activités quant aux six objectifs environnementaux et produire ces résultats avec le rapport annuel financier et extra-financier. Comme précédemment énoncé[579], les entreprises sont censées reporter sur le pourcentage de leur chiffre d'affaires, Capex et Opex, éligible et aligné par rapport aux six objectifs. L'analyse de l'alignement répond aux critères de l'investissement durable, notamment aux conditions de la contribution substantielle, l'absence de préjudice et le respect de garanties minimales[580].

Cela permet aux investisseurs d'allouer leur capital aux activités dites « durables » avec un certain degré de confiance supplémentaire, étant donné que

[576] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment : listed equity, *op. cit.* note 521
[577] *Ibid.*
[578] Sous condition de la transparence adéquate par l'entreprise visée.
[579] Voir *supra*, B. La régulation de la finance responsable, une simple prévention de risque, du Paragraphe 3, de la Section 2, du Chapitre I, de la Partie I
[580] Préambule, §19, Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88

l'analyse provient de l'entreprise elle-même la mieux positionnée pour réellement apprécier les caractéristiques techniques et granulaires de ses activités.

Le problème quant à la qualité de la mise en place de la stratégie d'investissement durable pour des actions cotées survient principalement lorsque les portefeuilles ne se réfèrent pas aux objectifs tels que définis par la Taxonomie. Il s'agit, d'un côté, des objectifs définis en interne et pouvant effectivement contenir des biais considérables nuisant à leur crédibilité et légitimité et, d'un autre côté, des objectifs de référence les plus employés, tels que les Objectifs de développement durable (ODD) des Nations Unies. Ces derniers ont été définis pour permettre l'engagement des États et peuvent ne pas être adaptés aux enjeux et activités des entreprises. Ainsi, dans les deux cas, en l'absence de précisions techniques de la part de l'Union européenne[581], l'application de la stratégie d'investissement durable dépend largement de la méthodologie interne de la société de gestion ou même du portefeuille spécifique. De plus, les exigences de transparence sur la méthodologie étant plutôt limitatives et lacunaires, les sociétés de gestion semblent être, pour le moment, en position de libre arbitre au sujet de la durabilité sur le marché coté.

L'investissement en actions permet à l'investisseur d'acquérir des titres de propriété d'une entreprise, ce qui lui permet d'occuper une position privilégiée par rapport à celle-ci ; surtout quant à la stratégie d'engagement et de vote aux assemblées. Toutefois, l'investissement en actions cotées ne permet qu'une prise minoritaire de parts de l'entreprise à la différence du capital investissement ou capital risque[582] où les investisseurs peuvent devenir les actionnaires majoritaires ou de contrôle et l'horizon d'investissement, plus long, nécessite une implication plus active de la part de l'investisseur. En ce sens, même si l'actionnariat en tant que tel permet aux investisseurs de s'engager avec les entreprises investies en tant que principales parties prenantes, les investisseurs en actions cotées maintiennent en pratique une influence et

[581] En dehors de la définition de l'investissement durable à l'article 2 du règlement SFDR, il n'existe pour le moment aucune indication précise sur la mise en place de la notion.
[582] Respectivement, *private equity* et *venture capital*.

un pouvoir de contrôle assez relatif. Toutefois, dépendant de la stratégie du gérant et de son gisement de valeurs[583], l'engagement et surtout le dialogue se révèlent de véritables leviers d'intégration des facteurs ESG. La stratégie concernant les actions cotées consiste à communiquer individuellement ou collectivement avec les entreprises investies sur les sujets ESG afin d'améliorer les mesures mises en œuvre par ces dernières et leur transparence[584]. Concernant la participation aux assemblées, les investisseurs peuvent, dans la limite de leurs droits de vote[585], exprimer formellement leur approbation ou leur désapprobation en votant sur les résolutions et en proposant des résolutions d'actionnaires sur certaines questions ESG[586].

Si l'influence de ces investisseurs s'avère assez faible quant aux questions générales de la mise en place des approches RSE visant à mieux identifier les risques et les opportunités ESG, l'investissement à impact semble clairement inadapté à l'investissement en actions cotées. Particulièrement, la notion de l'impact, telle que définie ci-dessus, nécessite une additionnalité dans l'implication de l'investisseur. L'additionnalité financière sur le marché coté est peu vraisemblable, considérant que le nombre de parts disponibles sur le marché est déterminé indépendamment de la stratégie de l'entreprise d'atteindre un impact positif ou de l'objectif de l'investisseur. L'achat d'un nombre d'actions constitue difficilement une « contribution particulière et directe de l'investisseur permettant à l'entreprise investie […] d'accroître l'impact net positif généré par ses activités »[587]. Par ailleurs, l'additionnalité atteinte par l'engagement, supposant que l'investisseur, à travers sa démarche de dialogue avec l'entreprise, incite cette dernière à accroître l'impact positif, semble peu plausible au vu des contraintes pratiques de l'engagement des stratégies des actions cotées.

[583] En particulier, il s'agit des petites et très petites entreprises, pour lesquelles la participation même minoritaire des investisseurs externes peut jouer un rôle très important. Dans ce sens, l'implication de l'investisseur dans les démarches d'engagement peut être non seulement utile et bénéfique pour l'entreprise et l'investisseur mais aussi efficace, l'investisseur ayant de facto un réel pouvoir d'influence.
[584] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment: listed equity, *op. cit.* note 521
[585] Toujours minoritaires.
[586] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment: listed equity, *op. cit.* note 521
[587] Forum pour l'investissement responsable (FIR), France invest - Association des investisseurs pour la croissance, Investissement à impact – Une définition exigeante pour le coté et le non coté, *op. cit.* note 535

b. L'intégration des facteurs ESG et de durabilité dans les stratégies d'investissement en obligations

Les obligations constituent la deuxième classe d'actifs pertinente pour l'intégration des facteurs ESG. Une obligation est un titre de créance émis sur le marché par une entreprise auprès des investisseurs particuliers ou institutionnels. L'intégration des facteurs ESG se fait à deux niveaux, premièrement par rapport à l'émetteur, qu'il soit privé ou public, et deuxièmement par rapport à l'émission ou bien de l'obligation.

Les stratégies ESG quant aux obligations des émetteurs privés ressemblent en partie aux stratégies en actions cotées, se focalisant sur la performance ESG d'une entreprise donnée[588]. Toutefois, certains aspects sont pertinemment distincts. Dans un premier temps, l'objectif de l'analyse des risques et des opportunités ESG des émetteurs des obligations est d'évaluer la capacité de remboursement ou bien le risque de faillite, contrairement aux actions où l'investisseur vise à prévoir de potentiels gains ou pertes en valeur de l'action[589]. En ce sens, les facteurs ESG sont intégrés dans les notations de crédit des émetteurs obligataires[590].

Dans un second temps, l'horizon d'investissement étant principalement déterminé par la durée de l'obligation, certains facteurs ESG à long terme peuvent ne pas être pertinents d'un point de vue financier[591].

Enfin, le facteur de la prime de risque est particulièrement présent dans le cadre de l'investissement en obligations. Elle reflète le surplus de rendement qui pourrait être exigé par les investisseurs afin de compenser le risque supérieur de l'investissement. Notamment, si l'investissement dans des entreprises ayant une bonne performance

[588] L'entreprise qui émet une obligation auprès des investisseurs du marché général peut ou non, être côtée en bourse. Cela déterminera par conséquent le niveau de transparence par rapport aux facteurs ESG.
[589] European Banking Authority (EBA), EBA Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms, EBA/REP/2021/18, European Banking Authority (EBA), 2021, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf
[590] Principles for Responsible Investment (PRI), Statement on ESG in credit risk and ratings, 2019, https://www.unpri.org/credit-risk-and-ratings/statement-on-esg-in-credit-risk-and-ratings-available-in-different-languages/77.article
[591] European Banking Authority (EBA), EBA Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms, *op. cit.* note 589

extra-financière est considéré comme moins risqué, son rendement devrait être moindre. Dans un sens purement financier, les investisseurs en quête d'un rendement supérieur seraient incités à aller vers les obligations émises par les entreprises exposées aux risques ESG significatifs.

Les investisseurs en obligations, en particulier en obligations d'entreprise, indépendamment de la nature du projet financé, intègrent certaines stratégies ESG dans leurs processus et leurs décisions d'investissement. Les gérants de portefeuilles obligataires peuvent inclure explicitement et systématiquement les facteurs ESG dans leurs analyses et leurs décisions d'investissement en se focalisant particulièrement sur le risque financier, optimisant ainsi leurs rendements ajustés au risque[592].

De même, dans un but d'évaluer la capacité de remboursement et le potentiel risque de perte, les investisseurs peuvent filtrer leurs univers d'investissement selon les critères de controverse et de risque avec les exclusions sectorielles et/ou normatives.

L'engagement, tel que précédemment mentionné, semble ne pas être adapté à la classe d'actifs des obligations. Toutefois, malgré l'absence de titres de propriété, les investisseurs en obligations restent une partie prenante importante pour les émetteurs, leur permettant d'exercer un certain degré d'influence pour pouvoir les inciter à améliorer leur gestion des risques ESG ou à adopter des pratiques et des modèles de croissance économique plus durables[593].

Il faut distinguer les obligations d'entreprise des obligations émises par une entité souveraine telle qu'un État ou une banque centrale ou par des entités publiques telles que les communautés pour financer des dépenses publiques. Les exigences ESG de l'investisseur par rapport à l'émetteur public ne peuvent pas être les mêmes que pour

[592] Principles for Responsible Investment (PRI), An introduction to responsible investment: fixed income, 15 octobre 2019, https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-fixed-income/4986.article
[593] *Ibid.*

un émetteur privé. Ainsi, l'intégration des facteurs ESG dans les stratégies de portefeuille quant aux émetteurs publics se fait principalement par la stratégie du *screening*, surtout des exclusions normatives. Peuvent être exclues de l'univers d'investissement des valeurs qui sont émises par des émetteurs qui dans leur droit interne ne garantissent pas de protection adéquate des droits fondamentaux ou de mesures contre la corruption.

L'intégration des critères ESG dans l'analyse ESG et dans les décisions d'investissement des émetteurs publics peut se démontrer problématique. La notation ESG des pays étant très complexe et pouvant contenir des biais significatifs, le régulateur français se positionne explicitement contre. En effet, dans sa doctrine 2020-03, le régulateur exclut les « obligations et autres titres de créance émis par des émetteurs publics ou quasi publics » de toute stratégie ESG de portefeuille.[594]

Le véritable enjeu de l'intégration des facteurs ESG et de durabilité quant aux obligations réside dans les obligations durables, avec l'analyse de projets spécifiques financés et de leur alignement avec ces facteurs. L'appréciation ESG et de durabilité des obligations, à la différence des émetteurs et en particulier des obligations durables, permet aux investisseurs d'implémenter effectivement et de façon crédible des stratégies d'investissement thématique durables et à impact.

L'organisme international *International Capital Market Association* (ICMA) a émis des principes spécifiques définissant les critères pour les obligations vertes, *Green bonds*[595], les obligations sociales, *Social bonds*[596], les obligations durables, *Sustainability bonds*[597], et les obligations liées à la durabilité, *Sustainability linked bonds* (SLB)[598]. En effet, ces obligations ont pour objectif un projet social et/ou environnemental ou dont l'utilité est mesurée par un indicateur de durabilité.

[594] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 27 juillet 2020, *op. cit.* note 562
[595] International Capital Market Association (ICMA), Green Bond Principles (GBP), juin 2021, https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/
[596] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles (SBP), *op. cit.* note 532
[597] International Capital Market Association (ICMA), Sustainability Bond Guidelines (SBG), juin 2021, https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-bond-guidelines-sbg/
[598] International Capital Market Association (ICMA), Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP), 2024, https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbp/

Les obligations vertes sont des instruments obligataires dont le produit est exclusivement dédié à financer des projets environnementaux tels que les énergies renouvelables et l'efficacité énergétique[599], la prévention et la maîtrise de la pollution et l'adaptation au changement climatique[600], la gestion durable des ressources naturelles, de l'eau et la préservation de la biodiversité[601], les moyens de transport propres, les bâtiments verts et les technologies et processus adaptés à l'économie circulaire.

Ces instruments doivent être alignés sur les quatre piliers des *Green Bond Principles,* notamment l'utilisation des fonds levés par l'obligation, l'adoption du processus d'évaluation et de sélection des projets financés, la gestion des fonds alloués et la transparence[602]. Ces critères stricts permettent de crédibiliser la démarche et d'assurer une certaine confiance de la part du marché. De plus, les émetteurs doivent définir en amont et au niveau de l'entité un cadre des obligations vertes ou *Green Bond Framework*, définissant clairement le cahier des charges des financements vérifiés par un organisme tiers compétent[603].

Les obligations sociales sont des instruments obligataires dont le produit est exclusivement dédié à financer des projets sociaux tels que l'accès aux infrastructures vitales[604], l'accès aux services essentiels[605], l'émancipation économique et les avancées socio-économiques, le support au maintien et au développement de l'emploi ou encore le financement des PME. Ces obligations doivent être alignées sur les quatre piliers des *Social Bond Principles,* comme pour les obligations vertes, l'utilisation des fonds levés par l'obligation, l'adoption du processus d'évaluation et de sélection des projets financés, la gestion des fonds alloués et la transparence[606].

[599] Tels que la production, le transport des énergies renouvelables, le stockage énergétique, le chauffage urbain, les réseaux intelligents, etc.
[600] Tels que la gestion des GES, la dépollution des sols, le recyclage des déchets, les infrastructures résistantes, la surveillance du climat et les systèmes d'alerte, etc.
[601] Tels que l'agriculture durable, la reforestation et la restauration des milieux naturels terrestres et marins, etc.
[602] International Capital Market Association (ICMA), Green Bond Principles (GBP), *op. cit.* note 595
[603] *Ibid.*
[604] Tels que l'accès à l'eau potable, l'assainissement, l'énergie, les transports en communs et durables, etc.
[605] Tels que la santé, l'éducation, la formation professionnelle, le logement social, la sécurité alimentaire etc.
[606] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles (SBP), *op. cit.* note 595

Les obligations durables sont des instruments obligataires dont le produit est exclusivement dédié au financement d'une combinaison de projets verts et sociaux. Certains projets verts peuvent avoir des bénéfices sociaux et inversement, certains projets sociaux peuvent également avoir des impacts environnementaux positifs. Il s'agit, par exemple, de projets tels que la gestion durable des infrastructures vitales focalisées sur l'accessibilité aux populations vulnérables ou l'accès aux services essentiels en combinaison avec les bâtiments verts ou les mesures d'efficacité énergétique et/ou de gestion durable des ressources naturelles.

Ces projets doivent être alignés sur les quatre piliers des *Sustainability Bond Principles*, comme les obligations vertes et sociales[607].

Les obligations liées au développement durable (*Sustainability linked bonds* ou SLB) sont des instruments dont le produit n'est pas dédié au financement de projets mais à l'usage général. Ce sont des instruments de dette prospectifs et, contrairement aux obligations vertes, sociales et durables, l'accent est mis sur l'engagement spécifique et la performance de l'émetteur, et non sur la traçabilité de l'utilisation des fonds[608]. Les fonds récoltés ne sont pas soumis à l'obligation d'affectation aux projets environnementaux, sociaux ou de gouvernance, ni même de développement durable et peuvent être utilisés pour les besoins de financement généraux de l'émetteur[609].

Ces obligations ont pour but d'inciter les émetteurs à atteindre des objectifs de durabilité significatifs, quantifiables, prédéterminés, contrôlés et vérifiés de manière indépendante à travers des indicateurs (en anglais, *key performance indicator*, KPI) et des Objectifs de Performance de Durabilité (en anglais *Sustainability Performance Targets*, SPT), tels que les objectifs d'émissions de GES incluant un certain type d'objectif de décarbonation ou encore les objectifs en matière d'énergies renouvelables et d'efficacité énergétique. Selon le standard ICMA, les SLB doivent être alignés sur

[607] International Capital Market Association (ICMA), Sustainability Bond Guidelines (SBG), *op. cit.* note 597
[608] M.-E. Sébire, « Les emprunts obligataires liés au développement durable (Sustainability-Linked Bonds) », Bulletin Joly Bourse, mars 2021, vol. n°02, nº mars-avril 2021, pp. 68-71
[609] *Ibid.*

les cinq principes essentiels, notamment la sélection des KPIs, le calibrage des objectifs de performance durable, l'adoption de caractéristiques spécifiques des obligations, la transparence et la vérification[610].

L'Union européenne a publié son standard pour les obligations vertes[611]. Le standard est volontaire mais restrictif avec pour vocation d'améliorer l'efficacité, la transparence, la comparabilité du marché et d'encourager les acteurs du marché à émettre et à investir dans des obligations vertes de l'UE. Le standard s'appuie sur les meilleures pratiques du marché telles que les *Green Bond Principles* (GBP) de l'ICMA, mais impose des exigences plus structurées en termes d'allocation des financements, de révision par des organismes externes et de transparence. En effet, si l'entreprise émettrice choisit de s'y référer, tous les revenus doivent être alignés sur la Taxonomie européenne[612], avec une « poche de flexibilité » de 15 %[613]. De plus, les émetteurs doivent établir des plans de transition indépendamment vérifiés afin d'éviter l'écoblanchiment[614]. Le standard applique une stratégie d'exclusion normative, interdisant le référencement des émissions émises par les émetteurs situés dans les pays figurant sur la liste grise ou noire des paradis fiscaux de l'UE[615].

Le standard concerne une minorité d'émissions vertes mais est susceptible de servir de standard de marché afin d'encourager et de crédibiliser les investissements répondant aux défis de la transition écologique[616].

---

[610] International Capital Market Association (ICMA), Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP), *op. cit.* note 598

[611] Règlement (UE) 2023/2631 du Parlement européen et du Conseil du 22 novembre 2023 sur les obligations vertes européennes et la publication facultative d'informations pour les obligations commercialisées en tant qu'obligations durables sur le plan environnemental et pour les obligations liées à la durabilité, *op. cit.* note 363

[612] Article 4, *Ibid.*

[613] Article 5, *Ibid.*

[614] Écoblanchiment, ou greenwashing en anglais, désigne les pratiques commerciales trompeuses en surestimant les attributs écologiques ou socialement respectueux d'un produit.
M. Roussille, « Le cadre juridique de la finance durable se dessine », *op. cit.* note 159, pp. 40-44

[615] Préambule, §19, Règlement (UE) 2023/2631 du Parlement européen et du Conseil du 22 novembre 2023 sur les obligations vertes européennes et la publication facultative d'informations pour les obligations commercialisées en tant qu'obligations durables sur le plan environnemental et pour les obligations liées à la durabilité, *op. cit.* note 363

[616] M.-E. Sébire, M. Issad, D. Chelliah, « Les obligations vertes européennes (EuGB) : vers une norme de référence pour la finance durable ? », Bulletin Joly Bourse, mars 2024, vol. n°2, pp. 42-50

Le choix stratégique d'investir dans les obligations durables alignées sur les référentiels ICMA ou sur le standard européen peut correspondre à un objectif d'investissement durable.

De plus, l'investissement thématique englobe les obligations durables au sens large, telles que définies par l'ICMA ou l'UE et visant à concilier un couple rendement-risque optimal avec la volonté d'agir sur certaines questions environnementales ou sociales axées sur les grandes tendances ESG et de durabilité telles que la transition écologique et énergétique.

L'investissement à impact peut être particulièrement adapté à la classe d'actifs des obligations. Différents types d'obligations durables, au sens large, peuvent constituer un levier pertinent pour agir simultanément sur les projets environnementaux et sociaux avec un fort impact positif au travers de solutions offrant une diversité de thématiques durables tout en préservant la rentabilité. Les investisseurs peuvent viser spécifiquement et intentionnellement un ou plusieurs types d'obligations durables au sens large, leurs allocations étant directement et uniquement destinées à financer des projets verts et/ou sociaux. A contrario, une participation au sein de la capitalisation de l'entreprise ne permet pas de financer directement un impact spécifique.

Quant à l'engagement, les investisseurs ne possèdent pas de titre de propriété, mais des titres de créance. Ils ont en ce sens moins d'influence sur l'entreprise et moins de légitimité à s'engager avec elle. D'un autre côté, le financement des dettes spécifiquement dédiées aux projets durables, axées sur les enjeux environnementaux et/ou sociaux, permet aux investisseurs d'établir un lien d'additionnalité plus directement qu'en termes d'actions cotées.

Paragraphe 2. La mise en œuvre longue et laborieuse

La finance durable et la finance responsable existent depuis longtemps, articulées et façonnées principalement par les acteurs financiers et les organismes internationaux de référence. Les stratégies d'investissement socialement responsables et les produits durables restent pourtant marginalisés par rapport aux investissements traditionnels[617]. Les États et les institutions régionales se prononçaient en faveur, mais ce n'est qu'avec l'implication de l'Union européenne et la publication de son Plan d'action pour la finance durable que les pratiques du marché ont profondément changé. Un programme chargé et ambitieux nécessite un ensemble de régulations multilatérales et complexes (A). Mal comprises par leurs destinataires, leur mise en œuvre mène vers une application approximative, voire spéculative (B).

A. Une impulsion de règles complexes

Le 8 mars 2018, la Commission européenne a publié son plan d'action pour financer la croissance durable mettant la Finance au service du développement durable. Le plan reconnaît le contexte alarmant du dérèglement climatique et le besoin à l'échelle régionale de trouver des solutions concrètes afin de répondre aux objectifs de l'Accord de Paris et du Programme de développement durable à l'horizon 2030 des Nations Unies[618]. Selon les recommandations du groupe d'experts de haut niveau sur la finance durable (HLEG) inscrites dans son rapport final publié le 31 janvier 2018[619], « la finance durable doit satisfaire deux impératifs : 1) améliorer la contribution du

[617] Les produits durables au sens large ne se développent que récemment. En 2024, après l'entrée en vigueur des diverses régulations européennes en matière de la finance durable, l'actif sous gestion mondial des fonds ouverts augmente considérablement à environ 3 milliards de dollars sur la scène mondiale, l'Europe menant la charge avec 2,5 milliards de dollars.
H. Bioy et al., Global Sustainable Fund Flows: Q3 2024 in Review, The flow recovery continues but remains timid., Morningstar, 24 octobre 2024

[618] Commission européenne, Communication de la Commission au Parlement Européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable, COM (2021) 390 final, 6 juillet 2021, 28 pages

[619] High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG), Financing a Sustainable European Economy, Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, *op. cit.* note 167

système financier à la croissance durable et inclusive en finançant les besoins à long terme de la société ; 2) renforcer la stabilité financière en intégrant les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (facteurs ESG) dans la prise de décisions en matière d'investissement »[620].

Reprenant les recommandations du rapport, la Commission formule dix axes clés du plan d'action visant à réorienter les flux de capitaux vers une économie plus durable[621], à intégrer la durabilité dans la gestion des risques[622] et à favoriser la transparence à long terme[623]. Le plan vise effectivement à créer des incitations cohérentes pour les acteurs financiers soutenus par des standards de marchés stables, afin de mobiliser les investissements nécessaires à la réalisation des ODD des Nations Unies et à l'alignement de l'économie européenne avec les objectifs de l'Accord de Paris sur le climat.

D'un côté, ces mesures révolutionnent profondément le système financier qui, dans une certaine mesure, n'y était pas prêt (a.). D'un autre côté, chacune des dix actions prévues nécessite un encadrement règlementaire spécifique dont la mise en place commune peut être difficile à appréhender (b.).

---

[620] Commission européenne, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable, *op. cit.* note 618

[621] La mise en place du premier objectif de la réorientation des flux des capitaux nécessite de :
- « établir un système européen de classification unifié des activités durables
- créer des normes et des labels pour les produits financiers verts
- favoriser l'investissement dans des projets durables
- intégrer la durabilité dans le conseil financier
- élaborer des indicateurs de référence en matière de durabilité »

Ibid.

[622] L'intégration des facteurs de durabilités dans la gestion des risques nécessite de :
- « mieux intégrer la durabilité dans les notations et les études de marché
- clarifier les devoirs des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs
- intégrer la durabilité dans les exigences prudentielles »

Ibid.

[623] Enfin, favoriser la transparence à long terme nécessite de :
- améliorer la publication d'informations en matière de durabilité et la réglementation comptable
- favoriser une gouvernance durable des entreprises et atténuer le court-termisme des marchés des capitaux

Ibid.

a. L'immaturité des institutions déformant la mise en œuvre

Les normes de la finance durable et responsable, qu'elles soient issues des institutions publiques officielles ou du *soft law* articulée par les organismes divers du marché, visent à doter progressivement les acteurs de la Finance d'outils permettant de mesurer l'impact négatif et positif de leurs investissements afin de réorienter les flux vers des secteurs, des organisations et des projets plus vertueux ou plus porteurs en vue des transitions écologique et sociale. En résulte une évolution progressive des outils d'analyse ESG, des risques, de la durabilité, des méthodologies et des exigences de transparence, de la classification et de la labellisation.

Le Plan d'action pour la finance durable, avec ses règlements phares[624], en particulier le SFDR et la Taxonomie ainsi que la directive CSRD issue du Pacte vert, semble structurer le domaine. Ces normes visent une harmonisation des standards applicables pour les entités européennes ou celles travaillant avec un seuil minimal commun. Malgré une application progressive, le secteur financier, après des années, reste particulièrement bouleversé. En effet, ces nouvelles règles de la finance durable se caractérisent par une haute complexité quant à leur granularité, densité et fonctionnalité[625]. Dans leur ensemble, la CSRD, le SFDR et la Taxonomie de l'UE déclinent des règles extrêmement abondantes et d'une grande technicité[626]. Le respect de ces règles nécessite de tous les destinataires l'exercice d'une marge de discrétion difficile et une prise de risque conséquente dans l'interprétation, la distinction et la détermination des règles[627]. De plus, considérant l'interdépendance des différents acteurs, notamment des entreprises investies et des différents niveaux d'investisseurs, la conformité dans la mise en œuvre des règles respectives devient d'autant plus difficile, la conformité des uns dépendant en partie de la conformité des autres[628].

---

[624] Le plan d'action met en place différents règlements : Taxonomie, Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) ou Disclosure, Benchmark, Green Bond Standard.
[625] F.E. Mezzanotte, « EU Sustainable Finance: Complex Rules and Compliance Problems », Rev. Banking & Fin. L., 2023 2022, vol. 42, nº 2, pp. 845-896
[626] *Ibid.*
[627] *Ibid.*
[628] L'application nécessite une mobilisation des différentes parties, notamment des entreprises reportant les données matérielles et des investisseurs nécessitant ces données pour leur prise de décisions.
Voir *infra,* Section 3 Le multilatéralisme maîtrisé par les normes visant différents acteurs, du Chapitre 1, de la Partie II

La complexité des règles peut être bénéfique afin d'atteindre une application plus juste et plus efficiente[629]. Toutefois, malgré ces potentiels atouts, surtout considérant l'enjeu de l'écoblanchiment, ces règles excessivement complexes peuvent mener vers une application déformée. Notamment, cette complexité favorise la non-conformité en amplifiant les problèmes cognitifs, opérationnels et systémiques de conformité que les acteurs financiers doivent surmonter[630]. Cela est particulièrement pertinent dans le secteur financier, spécifiquement apte à mesurer les coûts et bénéfices de chaque décision. Ainsi, si la conformité est perçue comme plus coûteuse que bénéfique, et qu'elle semble plus onéreuse que la sanction, les acteurs financiers peuvent décider de ne pas se conformer, ou pas entièrement[631].

L'application déformée voire l'inapplication totale portent atteinte à l'accomplissement des objectifs précisément définis par le Plan d'action. Cela peut être constaté à différents niveaux quant aux produits financiers, surtout au niveau de la mise en place de la stratégie et au niveau de la transparence. La simple application *stricto sensu* pour correspondre à un minimum exigé pour la conformité sans transformation réelle de stratégie de gestion peut déformer l'essence de la règle et empêcher la réalisation des objectifs prévus. D'un autre côté, du fait de l'absence de compréhension du cadre règlementaire, de nombreux acteurs démontrent une réticence importante à s'engager, bénéficiant du principe « *comply or explain* » (appliquer ou expliquer), préférant maintenir le *statu quo*.

Afin de pallier cette complexité, les règlements du Plan d'action prévoient une mise en œuvre progressive en termes de contraintes et d'exigences. La progressivité peut être très bénéfique pour les acteurs afin qu'ils puissent s'adapter au fur et à mesure. Toutefois, les laps de temps normatifs entre les régulations primaires et les règlements délégués semblent particulièrement inadaptés au système financier, dynamique et en constante évolution. En effet, comme le règlement initial énonce uniquement les

[629] P. Schuck, « Legal Complexity: Some Causes, Consequences, and Cures », Duke Law Journal, 1 octobre 1992, vol. 42, nº 1, pp. 1-52
[630] F.E. Mezzanotte, « EU Sustainable Finance: Complex Rules and Compliance Problems », *op. cit.* note 625, pp. 845-896
[631] T. Malloy, « Regulation, compliance and the firm », Temple Law Review, 1 septembre 2003, vol. 76, pp. 451-531

principes directeurs, sans inclure les précisions techniques, les acteurs du marché doivent attendre les standards techniques.

D'un autre côté, afin d'être à la pointe du marché, les acteurs peuvent proposer des produits et des stratégies par anticipation des précisions techniques, en espérant que leurs approches seront jugées conformes dans le futur. Les acteurs peuvent mettre en place des approches diverses développées en interne selon leur interprétation de la conformité, cela peut mener vers une dissociation entre l'approche définie *a posteriori* par les standards techniques et la vision de l'investisseur. En témoignent les campagnes de reclassement des produits financiers de l'article 9 à l'article 8 avant l'entrée en vigueur des règlements délégués du SFDR et des contraintes spécifiques en termes de processus d'investissement et de transparence[632]. En effet, les investisseurs, lors de l'entrée en vigueur du règlement SFDR, ont commencé à commercialiser des produits financiers classés article 9, affichant un objectif d'investissement durable. Toutefois, avec la publication des standards techniques et des exigences de proportions d'allocations dédiées à l'investissement durable[633], ces portefeuilles se sont retrouvés en situation de non-conformité et ont dû être reclassés afin de correspondre à leurs stratégies de gestion effectives.

Ainsi, les sociétés de gestion ayant considérablement investi dans le développement de leurs approches ne les changeront pas à l'arrivée des standards techniques tout en ajustant maladroitement la conformité. Ces approches créent des applications alternatives qui fractionnent la réelle intention et méthodologie du règlement.

[632] H. Bioy, B. Wang, A. Carabia, SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q3 2022 in Review: Managers downgrade more Article 9 funds ahead of 2023 enhanced disclosure regime, Morningstar, 27 octobre 2022, https://www.morningstar.com/en-uk/lp/sfdr-article8-article9

[633] Selon les recommandations du régulateur européen l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF, ou en anglais *European Securities and Markets Authority*, AEMF), la proportion minimale de l'actif sous gestion dédiés à l'investissement durable ne peut être inférieure à 80% pour des portefeuilles article 9.
Cela a été confirmé par les recommandations relatives aux noms des produits financiers.
European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report, Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms, nº ESMA34-472-440, 14 mai 2024

Avec une complexification et une rigidification des lignes directrices par les organes en charge visant à éviter les approximations et l'écoblanchiment, les acteurs financiers, habitués à une grande flexibilité et liberté dans leurs agissements, se retrouvent face à de nouvelles obligations de structuration et de transparence d'une ampleur inédite. Toutefois, ces règles s'inscrivent dans un contexte d'ignorance généralisée[634]. Notamment, la finance durable souffre d'un manque de compréhension structurelle, provoquant un cercle vicieux entre tout d'abord l'absence de consensus parmi les experts sur les effets de la finance durable et sur la corrélation entre les facteurs de durabilité et la performance financière, puis l'absence de données de qualité et enfin l'absence d'application cohérente et fidèle[635].

En effet, la finance durable est une notion relativement jeune, particulièrement interdisciplinaire entre *a minima* l'économie, la finance, le droit et les sciences naturelles. Les questions nouvellement découvertes avec cette vision alternative du système financier n'ont pas de réponses uniformes. Une des raisons est qu'elles sont rarement traitées avec l'expertise nécessaire dans tous ces domaines[636]. Ainsi, ces questions impliquent différents périmètres matériels, personnels et géographiques, de nombreux facteurs hétérogènes[637] et un certain degré de renoncement à la philosophie de maximisation du profit à tout prix. Cela mène à un nombre croissant de recherches dont les résultats peuvent différer[638].

Ce manque de connaissances sur le domaine mène très souvent à une incompréhension des enjeux et du cadre règlementaire ; en résulte une mauvaise ou maladroite application par les parties prenantes, les régulateurs, les entreprises de conseil ou d'audit, les sociétés de gestion elles-mêmes et les entreprises du marché général.

---

[634] D.A. Zetzsche, L. Anker-Sorensen, « Regulating Sustainable Finance in the Dark Topical Issue on Sustainable Finance », Eur. Bus. Org. L. Rev., 2022, vol. 23, nº 1, pp. 47-86
[635] *Ibid.*
[636] *Ibid.*
[637] Notamment, les facteurs environnementaux et sociaux diffèrent drastiquement dans leur nature, disponibilité et degré de compréhension et de valorisation par le système financier. Même parmi les facteurs environnementaux, les critères plus quantitatifs et scientifiques sont plus facilement intégrés aux recherches et analyses, en comparaison avec ceux nécessitant une approche plus holistique et qualitative.
[638] D.A. Zetzsche, L. Anker-Sorensen, « Regulating Sustainable Finance in the Dark Topical Issue on Sustainable Finance », *op. cit*. note 634, pp. 47-86

Le rapport final du régulateur européen, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF, ou en anglais *European Securities and Markets Authority* (ESMA)), sur le *greenwashing*[639] signale ce problème d'application déformée des règlements du Plan d'action et de la directive CSRD. Le rapport analyse les faiblesses et les instances d'écoblanchiment parmi les différents acteurs financiers entre autres les investisseurs, les émetteurs ou encore les prestataires de services financiers. Ces instances d'écoblanchiment sont en partie dues à un manque de maturité du domaine, nécessitant un temps d'adaptation[640].

[639] European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report on Greenwashing, Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies, n° ESMA36-287652198-2699, 4 juin 2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf

[640] §72, *Ibid.*

b. Une multiplication des sources ne garantissant pas l'harmonisation

La finance durable et la finance responsable font l'objet de profonds changements normatifs et pratiques. Toutefois, ces changements n'assurent pas nécessairement une mise en œuvre cohérente et harmonisée. S'agissant d'un mouvement global, différents acteurs se prononcent de diverses façons, compte tenu de leurs différentes compétences matérielles, territoriales et temporelles.

En effet, la finance durable anime différents acteurs, privés et publics, des entreprises financières aux acteurs étatiques ou régionaux, aux diverses organisations et associations internationales[641]. En plus du gisement important de normes européennes et nationales contraignantes, un nombre croissant de référentiels et de normes du *soft law* informent les agissements des acteurs financiers. Ces différentes sources peuvent se mettre en concurrence[642].

Ainsi, les entreprises peuvent cumuler des obligations issues de différentes règles voire de règles contradictoires. Notamment, la loi française Énergie-Climat prévoit à son article 29 une obligation de transparence pour les sociétés de gestion de portefeuille. Comme précédemment énoncé, l'article 29 traduit et élargit le dispositif de publication du cadre européen prévu par le règlement SFDR[643]. En pratique, les entreprises ont deux obligations de transparence, l'une en vue de l'article 29 relatif à l'exposition et à la vulnérabilité de leurs portefeuilles quant aux risques de durabilité, et l'autre en vue de l'obligation de transparence sur les principales incidences négatives (PAI) issues du règlement SFDR[644]. Les deux obligations de transparence ont un fond

[641] Telles que celles instaurées en partie par l'ONU comme les PRI, ou Net Zero Asset Owners Alliance ou des organismes regroupant les entités phares du marché, telles que Net Zero Asset Managers Initiative, Carbon Disclosure Project (CDP), Science Based Targets Initiative (SBTi), etc.

[642] Un des plus grands sujets d'opposition parmi une multitude de sources est la notion de matérialité. Les normes généralement anglo-saxonnes nécessitent une prise en compte de la matérialité simple, donc uniquement de la matérialité financière. Avec l'avènement du Plan d'action européen, les entreprises du marché général et d'investissement doivent prendre en compte la double matérialité dans leurs stratégies et décisions d'investissement.
Les entités multinationales agissant sur la scène mondiale sont exposées aux deux régimes juridiques.
Voir *supra,* A. Le concept de matérialité déterminant la mise en œuvre des principes de la finance responsable, du Paragraphe 1, de la Section 1, du Chapitre II, de la Partie I

[643] Voir *supra,* A. La régulation de la finance responsable entre soft law et obligation de transparence, du Paragraphe 3, de la Section 2, du Chapitre I, de la Partie I

[644] Association Française de la gestion financière (AFG), Deloitte, Guide professionnel, Loi Énergie-Climat application aux sociétés de gestion de l'article 29, (décret d'application n° 2021-663 du 27 mai 2021), Décryptage et mise en contexte, *op. cit.* note 441

commun mais sont bien distinctes, nécessitant des destinataires un cumul d'obligations[645].

La multiplication des sources est parfois une conséquence des mises à jour règlementaires ayant pour objectif d'approfondir les obligations prévues ou d'élargir les périmètres délaissés précédemment[646] ; soit de la procédure démocratique européenne particulièrement bureaucratique[647] soit afin de rectifier les excès des règlementations précédentes dont l'application a ignoré les potentielles externalités négatives. Le projet de législation *Critical Raw Material Act* (CRM Act)[648] certes très pertinent, en est un exemple. Une des motivations derrière le projet est de diminuer la potentielle incidence négative de la transition numérique, énergétique et écologique. En effet, ces transitions, poussées par les objectifs du Plan d'action et du Pacte vert européens, augmentent dramatiquement la demande de certaines matières premières critiques, telles que le magnésium, le cobalt ou le lithium, souvent extraits et transformés par un petit nombre de pays tiers, à l'instar de la Chine et de la République démocratique du Congo[649]. Ce type de pression sur la chaîne d'approvisionnement peut précariser davantage les protections environnementales et sociales nécessaires. Avec

[645] Certaines parties des deux rapports se superposant, les entreprises peuvent choisir de faire un rapport consolidé. *Ibid.*

[646] La révision de la directive NFRD par la directive CSRD prévoit plusieurs avancées, notamment la prise en compte plus spécifique de facteurs de durabilité plutôt que des seuls facteurs non financiers, élargissant son champ d'application par rapport aux entreprises soumises à l'obligation de transparence.

[647] Dont il résulte les règlements primaires énonçant les principes puis les règlements délégués incluant des standards techniques voire des rectificatifs, notamment dans le cas du règlement SFDR.
Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88
Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit.* note 434
Règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *op. cit.* note 435
Rectificatif au règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, JO L, vol. 332, 27 décembre 2022, pp 1-74.

[648] Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL établissant un cadre visant à garantir un approvisionnement sûr et durable en matières premières critiques et modifiant les règlements (UE) n° 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1724 et (UE) 2019/1020, COM(2023) 160 final,16 mars 2023

[649] *Ibid.*

le besoin grandissant en matières premières critiques, les opérations minières sont en forte expansion et sont susceptibles de créer des conflits, voire d'être liées au travail forcé, au travail des enfants et, de manière générale, à des pratiques de travail attentatoires aux droits de l'Homme et à l'environnement. L'Union européenne propose ce règlement au sujet des matières premières critiques afin d'assurer un approvisionnement sûr et durable des matières nécessaires et pour pallier les effets néfastes de ses autres règlementations.

Cette multiplication des sources nuit à la lisibilité des règles par les destinataires profanes et rend dès lors leur application plus complexe et difficile. Avec les nouvelles règlementations, certaines entreprises adoptent de mauvaises interprétations de ces exigences, détournant ainsi leurs intérêts. Le Pacte vert a mis en place de multiples mesures visant à contraindre et inciter les entreprises à transformer leurs modèles économiques et leurs produits pour correspondre aux objectifs en matière de circularité et de lutte contre le changement climatique. Les instances d'écoblanchiment proviennent en partie d'une mauvaise application de ces mesures initiales. En ce sens, le *greenwashing*, le *social washing* ou encore l'*impact washing*[650] ont également augmenté de façon proportionnelle[651].

Les normes visant à standardiser la transparence en matière de facteurs de durabilité luttent effectivement contre cette pratique, en témoigne la proposition du Parlement européen et du Conseil relative aux allégations environnementales des produits[652]. Le 19 septembre 2023, le Parlement européen a annoncé un accord provisoire avec le Conseil européen[653] sur de nouvelles règles visant à réduire le risque d'écoblanchiment et à garantir que les consommateurs aient accès à des informations

[650] M. Roussille, « Le cadre juridique de la finance durable se dessine », *op. cit.* note 159, pp. 40-44
[651] R. Qayyum, « Green, Blue, Pink and Social Corporate Washing », ESG Analytics, 29 mars 2022, https://esganalytics.io/insights/social-green-blue-pink-washing
[652] Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL relative à la justification et à la communication des allégations environnementales explicites (directive sur les allégations écologiques), COM(2023) 166 final, 22 mars 2023
[653] L'UE interdira l'écoblanchiment et les publicités pour des produits non-durables, Communiqué de presse, 20 septembre 2023, https://www.europarl.europa.eu/news/fr/press-room/20230918IPR05412/l-ue-interdira-l-ecoblanchiment-et-les-publicites-pour-des-produits-non-durables

fiables, comparables et vérifiables[654]. L'accord vise l'économie générale et non pas les activités financières, mais ses effets pourraient impacter les investisseurs comme les entreprises investies. L'accord met à jour la liste européenne existante des pratiques commerciales interdites et y ajoute plusieurs habitudes de marketing problématiques liées au *greenwashing*, l'objectif étant de protéger les consommateurs contre les pratiques trompeuses[655].

La décision de l'UE d'interdire l'utilisation à des fins commerciales des allégations « neutre[s] pour le climat », et d'autres termes souvent utilisés à des fins trompeuses pour verdir l'image des produits polluants, est une décision importante pour la lutte contre le *greenwashing*. La décision se base sur les critiques scientifiques des systèmes de compensation des émissions et de certification de la neutralité carbone instrumentalisés par les entreprises pour se délier de leur empreinte.

Se pose toutefois la question du périmètre de la proposition. Elle se concentre principalement sur le *greenwashing*. Elle semble ainsi réparer, *a posteriori*, les dommages d'objectifs européens trop ambitieux pour un système trop immature, ou de ses règlementations trop lacunaires.

Une tendance similaire peut être constatée par rapport aux labels pour des produits financiers, avec une multiplication des labels issus de différents gouvernements, chacun au moyen d'une méthodologie distincte. En France, le gouvernement met en place Finansol, ISR, Greenfin ; au Luxembourg, LuxFLAG avec trois déclinaisons : *Environment, Climate Finance,* ESG[656] ; en Belgique, Towards

[654] Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL relative à la justification et à la communication des allégations environnementales explicites (directive sur les allégations écologiques), *op. cit.* note 652

[655] Les publicités interdites comprennent les allégations environnementales génériques, telles que « respectueux de l'environnement », « naturel », « biodégradable », « neutre pour le climat » ou « éco », sans preuve d'une excellente performance environnementale reconnue pertinente vis-à-vis de l'allégation ; les allégations basées sur des systèmes de compensation des émissions selon lesquelles un produit a un impact neutre, réduit ou positif sur l'environnement, les labels de durabilité qui ne reposent pas sur des systèmes de certification approuvés ou qui ne sont pas établis par les autorités publiques, les allégations de durabilité en termes de durée ou d'intensité d'utilisation dans des conditions normales, si elles ne sont pas prouvées, d'inciter le consommateur à remplacer les consommables, tels que les cartouches d'encre des imprimantes plus tôt que nécessaire, de présenter les mises à jour logicielles comme nécessaires, même si elles ne font qu'améliorer les fonctionnalités, de présenter des biens comme réparables alors qu'ils ne le sont pas.
L'UE interdira l'écoblanchiment et les publicités pour des produits non-durables, *op. cit.* note 653

[656] Créé en 2006 à l'initiative de sept partenaires privés et publics dont le gouvernement du Luxembourg, l'Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI), la Banque européenne d'investissement (BEI), le Luxembourg Stock Exchange (LSE).

Sustainability[657], en Allemagne FNG-Siegel[658]. Leurs objectifs et méthodologies peuvent être drastiquement divergents. Certains se révèleront lacunaires et peu contraignants. D'autres, à l'inverse, trop ambitieux, granulaires ou techniques. Le marché européen comporte des labels très « hétérogènes dans leur gouvernance, leur orientation et leurs exigences »[659]. Les labels se retrouvent dans une compétition où chaque label a vocation à attirer le plus grand nombre de produits. Afin de prospérer, les labels se retrouvent dans une position complexe de devoir défendre leur crédibilité au prix de leur popularité. Cela crée un biais clair quant à la qualité du référentiel à suivre et au niveau de la contrainte prescrite, les labels perdant ainsi en confiance et en utilité.

Les labels sont généralement d'origine privée mais peuvent éventuellement bénéficier d'une homologation par un ministère[660]. En France, les labels ISR et Greenfin ont été respectivement créés par le ministère de la Finance et le ministère de la Transition écologique. Indépendamment de l'origine du label, les produits financiers candidats sont nécessairement certifiés par un organisme privé agréé à cet effet, encourant des coûts importants pour effectuer l'audit.

Concernant spécifiquement le label ISR, outre le label, l'Association Française de la Gestion financière (AFG) et le Forum pour l'investissement responsable (FIR) ont rédigé un code de transparence type qui devrait servir de trame pour les produits financiers souhaitant s'autoproclamer conformes aux principes de la gestion ISR sans nécessairement passer par le processus certifiant[661]. Ainsi, l'AFG répertorie les codes de transparence des fonds donc ISR sans qu'ils soient nécessairement labélisés. Toutefois, aucun processus de vérification qualitative de ces engagements n'est mis en place. Ainsi, entre les produits financiers labellisés et ceux uniquement répertoriés en tant qu'ISR, il peut y avoir une réelle confusion surtout pour les épargnants non professionnels.

[657] Créé en 2019 à l'initiative de la Fédération belge du secteur financier (Febelfin). Très similaire au Greenfin français mais n'exclut pas l'investissement dans les énergies nucléaires
[658] Forum pour l'investissement responsable allemand.
[659] Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), Autorité des marchés financiers (AMF), Troisième rapport commun ACPR/AMF : Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place, 2022, https://acpr.banque-france.fr/troisieme-rapport-commun-acpramf-suivi-et-evaluation-des-engagements-climatiques-des-acteurs-de-la
[660] J.-M. Moulin, « Plaidoyer en faveur d'un véritable label financier environnemental européen », Bulletin Joly Bourse, mars 2021, n° mars-avril 2021, pp. 62-68
[661] Association Française de la gestion financière (AFG), Eurosif, Forum pour l'investissement responsable (FIR), « Code de transparence pour les fonds ISR ouverts au public », 2018, https://www.afg.asso.fr/code-de-tranparence-isr/

Afin d'uniformiser et de crédibiliser les labels sur le plan européen, l'Union européenne propose l'extension de l'Écolabel européen volontaire aux produits financiers de détail[662]. Le label se baserait sur les exigences scientifiques d'excellence environnementale et une transparence accrue[663]. Toutefois, le label étant jugé trop contraignant, une proportion minimale de produits financiers serait effectivement éligible[664], répondant aux trois critères d'investissement minimum de 50 % d'actifs nets dédiés aux économies respectueuses de l'environnement, des exclusions environnementales et des garanties sociales et de gouvernance minimales[665].

Le dynamisme normatif actuel est nécessaire afin de mobiliser effectivement les acteurs divers pour une transition vers un système plus durable et respectueux des droits de l'Homme. Néanmoins, la multiplication excessive des sources normatives nuit à leur lisibilité, leur compréhension et ultimement leur application.

[662] F. Ducoulombier, « The proposed extension of the EU Ecolabel for retail funds needs a rethink », EDHEC-Risk Climate Impact Institute, 17 mai 2023, https://climateimpact.edhec.edu/proposed-extension-eu-ecolabel-retail-funds-needs-rethink
[663] *Ibid.*
[664] En effet, seuls 16 des quelque 3 000 fonds d'actions OPCVM commercialisés en Union européenne axés sur le développement durable ont été estimés conformes par la recherche de l'AEMF.
J. Mazzacurati, « EU Ecolabel: Calibrating green criteria for retail funds », 21 décembre 2022
[665] F. Ducoulombier, « The proposed extension of the EU Ecolabel for retail funds needs a rethink », *op. cit.* note 662

B. Une application entièrement spéculative

Malgré des standards et des outils ESG de plus en plus ambitieux et performants, l'impact réel et mesurable des investissements reste difficile à évaluer. Les labels et les notations ESG issus de prestataires spécialisés ont initialement été prévus pour faciliter la navigation du domaine, ils alimentent toutefois un état d'incertitude du marché avec des divergences importantes [666].

Les labels, supposant un degré de confiance, sont conçus en tant que gage de la qualité responsable et durable des produits financiers et permettent aux investisseurs et épargnants d'investir selon leurs ambitions ou leurs valeurs. Les notations, d'un autre côté, fournissent des informations indispensables et guident les décisions d'investissement. Les agences de notation protègent, en ce sens, le bon fonctionnement des marchés financiers[667] en leur fournissant les indications et analyses nécessaires[668].

Toutefois, en dehors d'une méthodologie, d'un cahier des charges, d'une taxinomie et d'un ensemble de critères uniformes, le marché des labels et des notations est fortement biaisé et produit des résultats divergents voire contradictoires[669].

Les notions telles que « vert », « responsable » et « durable » ne font toujours pas consensus, les référentiels des labels et les méthodologies de notation ESG dépendent des préférences subjectives de leurs organismes d'origine. Dans le flou de ces notions, l'application des méthodologies ESG devient entièrement spéculative[670]. Les investisseurs agissant en fonction de ces informations ne peuvent garantir que leurs

---

[666] A. Chatterji et al., « Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers », Strategic Management Journal, HEC Paris Research Paper n° SPE-2015-1076, 15 novembre 2014

[667] H. Xia, « Can investor-paid credit rating agencies improve the information quality of issuer-paid rating agencies? », Journal of Financial Economics, 1 février 2014, vol. 111, nº 2, pp. 450-468

[668] P.M. Healy, K.G. Palepu, « Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature », Journal of Accounting and Economics, 1 septembre 2001, vol. 31, nº 1, pp. 405-440

[669] F. Berg, J.F. Kölbel, R. Rigobon, « Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings », Review of Finance, 1 novembre 2022, vol. 26, nº 6, pp. 1315-1344 ;
E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, « Divergent ESG Ratings », The Journal of Portfolio Management, 2 novembre 2020, vol. 47, nº 1, pp. 75-87;

[670] La divergence entre les notions et les notations persiste dans une certaine mesure malgré l'avènement des cadres stricts tels que le Règlement Taxonomie.
M. Dumrose, S. Rink, J. Eckert, « Disaggregating confusion? The EU Taxonomy and its relation to ESG rating », Finance Research Letters, 1 août 2022, vol. 48, p. 102928

décisions d'allocation aient réellement diminué un effet négatif voire eu un impact positif.

En effet, avec la mise en place de l'obligation de transparence des produits financiers en matière d'incidences négatives (PAI)[671], il est évident que tous les portefeuilles causent un certain degré d'impact négatif que ce soit en termes environnementaux ou sociaux. Ce calcul des incidences négatives s'avère très pertinent pour évaluer la réelle performance d'un produit financier et pourrait servir de mesure du caractère responsable de ce dernier. Le régulateur français propose dès lors l'insertion de critères minimaux environnementaux pour des produits financiers classifiés articles 8 et 9 selon le règlement SFDR[672]. Toutefois, aucun seuil d'incidence négative n'est proposé.

De nombreux produits financiers commercialisés et certifiés « verts » se révèlent instrumentalisés et leur marge d'interprétation manipulée, maintenant des investissements dans des entreprises objectivement polluantes.

L'investissement dans des entreprises d'énergies fossiles semble permis selon l'argument que ces entreprises participent à la transition, avec une partie de leur activité ou de leur CAPEX dédié aux énergies renouvelables. Toutefois, l'investissement reste en majeure partie dédié au développement des énergies fossiles, alors que des seuils négligeables sont alloués aux énergies renouvelables[673]. Dans ce contexte, il est évident

[671] Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

[672] Autorité des marchés financiers (AMF), Proposition de critères minimaux environnementaux pour les produits financiers des catégories Art.9 et Art.8 du SFDR -, février 2023, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/positions-ue-de-lamf/proposition-de-criteres-minimaux-environnementaux-pour-les-produits-financiers-des-categories-art9

[673] L'entreprise TotalEnergies en est un exemple. L'entreprise communique fortement sur ses exploits en matière de production d'énergies renouvelables. Toutefois, selon son rapport annuel de 2023, la part de son chiffre d'affaires alignée aux activités durables selon la Taxonomie européenne, donc aux énergies renouvelables, est de 1,4 %. 5 % de son chiffre d'affaires restent éligibles aux activités durables mais ne sont pas conformes aux standards techniques, et 93,5 % de son chiffre d'affaires ne sont ni éligibles ni alignés. Dans ce sens, l'écrasante majorité de son revenu provient d'activités liées aux énergies fossiles.
Les chiffres, par rapport aux investissements réalisés, démontrent un moindre effort mais restent insuffisants par rapport à une réelle trajectoire de transition alignée avec l'Accord de Paris. Notamment, en termes de CAPEX, 25,7 % sont alignés, 2,7 % sont éligibles mais non alignés, et 71,9 % de ses investissements restent dédiés aux énergies fossiles et autres activités non éligibles à la Taxonomie européenne.
Total énergies, Document d'enregistrement universel 2023, 29 mars 2024, https://totalenergies.com/fr/actionnaires/publications-et-informations-reglementees/informations-reglementees/rapports-annuels

que la dénomination « vert » d'un produit financier est faussée, cependant, en dehors d'un risque de réputation, les gérants des portefeuilles en question risquent peu.

Cette question de la fiabilité des applications et de la crédibilité des labels s'est posée quant au label ISR, censé certifier les produits socialement responsables. La légitimité du Label ISR a été mise en cause notamment en raison de la forte asymétrie d'information quant à la démonstration de la prise en compte réelle des critères ESG, ainsi qu'en raison d'un positionnement stratégique ambiguë[674]. A titre d'illustration, avant la réforme de 2023, il n'y avait aucune condition d'exclusion des énergies fossiles et il a été révélé que de nombreux fonds labellisés ont investi dans des actifs controversés d'un point de vue social ou environnemental. Le label a été revu et un encadrement plus strict des exclusions des énergies fossiles a été adopté[675] pour les audits futurs. Les produits déjà labellisés disposent d'une période de transition pendant laquelle ils peuvent être audités et recertifiés selon les anciennes exigences[676].

Quant aux divergences parmi les notations ESG, l'évaluation de la performance ESG et de durabilité des émetteurs et des portefeuilles devient difficile[677], chacun des organismes de notation commercialisant la crédibilité de sa méthodologie. La notation est par essence un agrégat des facteurs et résultats en matière extra-financière estimés pertinents selon la méthodologie unique et propriétaire de chaque prestataire. Les mêmes performances peuvent produire différentes appréciations selon les prestataires, rendant la notation peu fiable. En effet, le coefficient de confiance de manière générale peut diminuer si les émetteurs ou les portefeuilles sont notés de façon drastiquement différente. Ainsi, l'effet de divergence peut être attribué aux critères choisis et à leur appréciation[678]. La divergence de notation peut aussi être attribuée à la divergence de mesure, dérivant de l'appréciation de la même situation par différents critères, la divergence de portée et par la divergence de pondération[679].

[674] T. Sibieude, C. Blazy, « Chapitre 2. La finance responsable, avatar pionnier de la finance durable », *in. Finance à impact, Une finance au service de l'intérêt général et du bien commun ?,* EMS Éditions, 2023, pp. 41-64.
[675] D. générale du Trésor, Label ISR, *op. cit.* note 563
[676] *Ibid.*
[677] F. Berg, J.F. Kölbel, R. Rigobon, « Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings », *op. cit.* note 669, pp. 1315-1344
[678] A. Chatterji et al., « Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers », *op. cit.* note 666
[679] F. Berg, J.F. Kölbel, R. Rigobon, « Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings », *op. cit.* note 669, pp. 1315-1344

Les notations subissent aussi d'importants biais en termes de transparence et de communication effective[680]. Il s'agit principalement d'un manque de transparence quant aux méthodes utilisées, les caractéristiques de leurs sources de données et d'un manque de clarté sur le fonctionnement des fournisseurs de notations ESG[681], ainsi que du « complexe normatif » des règles de transparences disparates et de nature et de portée juridique différentes[682].

En conséquence, les entreprises sont moins motivées par le fait d'améliorer leurs performances[683], celles-ci ne garantissant pas une amélioration de leur appréciation par le marché. En cas de divergence des appréciations des profils ESG, les évaluations de prix des actifs sont moins influencées par les facteurs ESG[684] qu'en cas de consensus. Ainsi, face à une multitude de notations ESG divergentes, il est plausible que les investisseurs se fient aux notations confirmant leurs appréciations financières, marginalisant le poids de l'évaluation des facteurs ESG dans la prise de décisions d'investissement. Quant aux recherches empiriques, les résultats peuvent diverger en fonction des notations utilisées, nuisant à l'intégrité des conclusions[685].

En ce sens, la divergence des notations ESG « introduit une incertitude dans toute décision prise sur la base des notations ESG et représente donc un défi pour un large éventail de décideurs »[686].

[680] J. El-Hage, « Fixing ESG: Are mandatory ESG disclosures the solution to misleading ESG ratings? », Fordham Journal of Corporate and Financial Law, 2021, vol. n°2, pp. 359-390
[681] Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL sur la transparence et l'intégrité des activités de notation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG), 2023/0177(COD), 13 juin 2023
[682] P. de Cambourg, C. Gardes, « La donnée extra-financière comme prérequis au développement d'une finance durable », *op. cit.* note 110, pp. 193-208
[683] F. Berg, J.F. Kölbel, R. Rigobon, « Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings », *op. cit.* note 669, pp. 1315-1344;
X. Hu et al., « The green fog: Environmental rating disagreement and corporate greenwashing », Pacific-Basin Finance Journal, 1 avril 2023, vol. 78, p. 101952
[684] F. Berg, J.F. Kölbel, R. Rigobon, « Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings », *op. cit.* note 669, pp. 1315-1344
[685] *Ibid.*
[686] *Ibid.*

Ainsi, si les notations sont décorrélées des résultats et performances ESG, l'application des mesures de la finance durable et responsable devient spéculative. Se pose alors la question de la vérification des méthodologies ESG, de l'application des stratégies de gestion et de la cohérence de ces dernières avec la composition des portefeuilles. En effet, le 27 juin 2022, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a appelé à une règlementation plus stricte sur le marché de la notation ESG avec la publication d'un « appel à témoignages sur les notations ESG ». Le 13 juin 2023, la Commission européenne a publié une proposition de règlement sur la notation ESG dans l'UE[687]. Le règlement proposé sur la transparence et l'intégrité de la notation ESG vise à réduire les conflits d'intérêts entre les notations ESG des prestataires de services et à accroître la comparabilité et la fiabilité de la notation ESG dans l'UE[688].

Afin de réduire les conflits d'intérêts, un élément clé du projet du règlement est la séparation des activités de notation par rapport à d'autres activités. Les fournisseurs de notations ESG ne doivent pas fournir d'activités de conseil aux investisseurs, d'audit et d'assurance, et ne doivent pas vendre de notations de crédit ou élaborer des critères de référence[689]. Cependant, cela semble particulièrement irréaliste étant donné la vague d'acquisition des entreprises de notation extra-financière par les entreprises d'analyse financière renforçant les conflits d'intérêts.

De plus, la proposition prévoit que les fournisseurs de notations ESG de l'UE et des pays tiers de l'UE devront être agréés et supervisés par l'AEMF, qui mettra en place les normes techniques de réglementation (RTS) pour préciser les responsabilités des fournisseurs de notations ESG.

La finance responsable propose une nouvelle vision de la Finance, si elle est appliquée à travers la grille de lecture de la double matérialité, adaptée à la fois aux enjeux sociétaux et environnementaux et à la fois aux systèmes et fonctionnements

[687] Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL sur la transparence et l'intégrité des activités de notation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG), *op. cit.* note 681
[688] *Ibid.*
[689] *Ibid.*

financiers. De plus, les principes de la finance responsable s'articulent à travers une panoplie d'approches et d'engagements, adaptés aux différents types d'actifs, niveaux et natures d'ambitions et de stratégies financières. Idéalement, elle pourrait permettre une prise en compte parfaitement utile et adéquate, des facteurs extra-financiers, financièrement pertinents, qu'ils soient directs ou indirects, à court, moyen ou long terme, dans chaque décision d'investissement et de gestion de portefeuille. Ainsi, elle pourrait permettre de percevoir, identifier, prévenir un potentiel impact négatif ou de diminuer, voire faire cesser des violations des droits humains.

Toutefois, son application se heurte aux obstacles conceptuels et pratiques, exacerbés par l'immaturité des institutions et par la fragmentation normative.

Section 2. Une application déformée

Si, en théorie, la finance responsable semble être une notion profondément contradictoire[690], son application le démontre. Le système financier actuel semble accueillir cette nouvelle notion de la finance uniquement dans la mesure où elle ne change pas le fond, reste liée à la croissance, se présente en tant que produit rentable prêt à conquérir de nouveaux marchés et séduire de nouveaux épargnants, et tant qu'elle ne remet pas en cause le *statu quo*.

Cela est parfaitement illustré par l'échec, reconnu par l'auteur lui-même, du concept de la *Triple Bottom Line*[691]. En effet, le concept de la triple performance, développé en 1994 par John Elkington, propose un cadre examinant l'impact social, environnemental et économique d'une entreprise[692], par la suite exprimé en tant que *People, Planet, Profit.* L'idée initiale était particulièrement innovante, proposant pour la première fois d'élargir la notion de la valeur ajoutée, ou non, au-delà du financier, ainsi que d'intégrer dans un même cadre de décision, les facteurs liés aux êtres humains, aux écosystèmes et aux résultats économiques[693]. Elle a été rapidement reprise par les référentiels de transparence tels que le *Global Reporting Initiative* (GRI) et suivie par des notions similaires à l'instar du « retour social sur investissement », la comptabilité environnementale, ou l'ESG. Toutefois, l'auteur proposait dès le début une lecture plus radicale, suscitant une réflexion plus approfondie sur le capitalisme lui-même et sa longévité, afin de mener vers une transformation réelle de ce dernier[694].

Cependant, ce qui devait être un levier de transformation est devenu un outil de comptabilité puis de communication. Instrumentalisé par les entreprises en tant qu'un tableau à trois colonnes additionnelles, il leur permettait de divulguer leurs avancées

---

[690] Voir *supra,* Paragraphe 2 La finance éthique : une contradiction fondamentale, de la Section 1, du Chapitre I, de la Partie I
[691] J. Elkington, « 25 Years Ago I Coined the Phrase "Triple Bottom Line." Here's Why It's Time to Rethink It. », Harvard Business Review, 2018
[692] J. Elkington, « Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development », California Management Review, SAGE Publications Inc, 1 janvier 1994, vol. 36, nº 2, pp. 90-100 ;
J. Elkington, « Enter the Triple Bottom Line », The Triple Bottom Line, Does It All Add Up, Routledge, 2004, pp. 1-16.
[693] Ce modèle a marqué un tournant, encourageant les entreprises à prendre en compte d'autres indicateurs que le profit pour évaluer et gérer leur performance positive, ou négative, et l'impact réel de leur activité, non seulement sur les plans économique et financier mais également sur les plans social et environnemental.
[694] J. Elkington, « 25 Years Ago I Coined the Phrase "Triple Bottom Line." Here's Why It's Time to Rethink It. », *op. cit.* note 691

dans chacune des sphères sans remettre en question leur modèle d'affaire ou leurs agissements[695], déformant voire neutralisant l'idéal initialement poursuivi.

Le désalignement entre l'idéal de la finance responsable et le système dans lequel elle s'inscrit est visible à différents niveaux. La quête éternelle du profit déforme son application, étant perçue fondamentalement comme une contrainte (Paragraphe 1). La marchandisation de la finance responsable, par la suite, détourne ses idéaux poursuivis (Paragraphe 2). Enfin, son application sans remise en question et révision du système actuel se restreint à des résultats limités (Paragraphe 3).

Paragraphe 1. La réticence de la Finance face à tout frein au profit

Le système actuel semble particulièrement réticent à toute mesure freinant le profit. Il se montre hostile à toute mesure interventionniste visant à réduire sa liberté dans la poursuite d'une éternelle croissance. Toutefois, la société est légitime dans son droit de regard sur le fonctionnement et les orientations stratégiques des acteurs financiers[696]. Le financement de l'économie est considéré comme un bien public et la protection des établissements dont la taille induit un risque systémique est considérée comme un impératif pour les pouvoirs publics[697].

Néanmoins, la finance responsable est souvent appliquée comme un outil de profit, soit à travers une appréciation financière du risque soit afin d'identifier et saisir les opportunités. Toutefois, en pratique, l'application est confrontée à plusieurs problèmes, l'effet de contradiction de la prime de risque sur l'appréciation ESG des actifs (A) et une imprévisibilité de la valorisation des risques ESG par des acteurs financiers (B.).

[695] *Ibid.*
[696] E. Jeffers, « Pourquoi faut-il une finance durable et soutenable ? », *op. cit.* note 354, pp. 225-236
[697] *Ibid.*

A. La prime de risque : un rapport contre-intuitif avec la finance responsable

La finance responsable est perçue comme un frein au profit à plusieurs niveaux. Elle est notamment considérée comme une contrainte en termes de coûts pour l'entreprise. Elle nécessite plusieurs ressources, des effectifs compétents et formés, des outils spécialisés, des contrats de prestation de services et/ou de fourniture de données. Ces coûts peuvent être significatifs, surtout à court terme[698]. Son application requiert la mise en place d'engagements extra-financiers et de durabilité et induit de repenser la stratégie et les processus de fonctionnement. Si le bénéfice est incertain ou nécessite du temps pour être visible, l'entreprise peut percevoir ces coûts comme un sacrifice de son efficacité et de sa rentabilité.

D'un autre côté, la finance responsable, par ses stratégies d'investissement, peut être perçue comme un frein à la performance financière et surtout comme une limite à la surperformance par rapport aux stratégies traditionnelles. En effet, si la finance responsable produit une performance financière positive, elle procure une prime de risque négative[699]. Elle n'entraîne pas de perte de valeur en tant que telle, elle n'en crée juste pas plus par rapport au scénario de référence[700]. Plusieurs arguments financiers sont invoqués. Notamment, il est suggéré que la surperformance de l'investissement ESG est menée par les biais sectoriels et une fois ces biais corrigés, ces investissements produisent un alpha négatif[701]. L'argument principal est que la surperformance financière des produits responsables provient principalement de la sous ou surreprésentation de certains facteurs et secteurs au sein des portefeuilles. Si cette allocation est corrigée et que le portefeuille est investi selon la performance ESG des valeurs, la surperformance est neutralisée[702].

---

[698] D. Oosterhoff, « Repurposing the benefit test: allocating the costs of ESG investments », EY, 21 mars 2022, https://www.ey.com/en_nl/tax/allocating-the-costs-of-sustainability-investments

[699] V. Le Sourd, « Does ESG investing improve risk-adjusted performance? », EDHEC-Risk Climate Impact Institute, 12 octobre 2022, https://climateimpact.edhec.edu/does-esg-investing-improve-risk-adjusted-performance

[700] La prime de risque positive ou négative est donc qualifiée par rapport à un scénario estimé sans risque. Une prime négative de risque signifie que le rendement de l'investissement est inférieur à celui de l'investissement sans risque. A contrario, la prime positive de risque signifie que le rendement de l'investissement est supérieur à celui de l'investissement sans risque.

[701] V. Le Sourd, « Does ESG investing improve risk-adjusted performance? », *op. cit.* note 699

[702] G. Bruno, M. Esakia, F. Goltz, « "Honey, I Shrunk the ESG Alpha": Risk-Adjusting ESG Portfolio Returns », JOI, 31 mars 2022, vol. 31, nº 3, pp. 45-61

De plus, les stratégies de la finance responsable définissent l'investissabilité d'une valeur, son risque ou son opportunité d'investissement selon les considérations environnementales et sociales en dehors de son potentiel de croissance, surtout à court terme. Cela peut parfois priver des investisseurs des émetteurs ou des secteurs affichant des performances financières fortes[703].

Ces stratégies sont présumées limiter la gestion. Supposant qu'une gestion plus libre est forcément plus performante, ces stratégies sont estimées afficher des performances ajustées au risque inférieur[704]. En cela, l'ajout de contraintes dans le processus d'optimisation des portefeuilles couplé à la réduction de l'univers d'investissement « [doit] conduire à une baisse de la diversification et à un abaissement de la frontière d'efficience »[705]. Toutefois, cela présuppose une analyse court-termiste et reposant sur des méthodologies ESG peu fiables basées sur les notations ESG en tant que proxy d'évaluation de performances et de risques ESG. De plus, l'échantillon de valeurs est fondamental, l'aspect géographique et la période de référence contribuent à l'évaluation de la qualité de la méthodologie[706].

Une problématique fondamentale apparaît dans la notion du risque extra-financier et par rapport au calcul de la performance financière. Notamment, la prime de risque entre en contradiction avec les idéaux de la finance responsable de réduire l'impact négatif et le risque multilatéral à long terme. L'argument purement financier est que la reconnaissance et l'intégration du risque extra-financier dans le modèle d'analyse interagissent contre-intuitivement avec la performance financière. En effet, plus le risque, entrepris par l'investisseur, est grand, plus ses gains sont censés être

[703] L'approche d'exclusion du secteur des combustibles fossiles par exemple, pour des raisons environnementales et sociales pourrait engendrer des pertes financières à court terme, comme en 2022 et 2023. Avec la guerre en Ukraine, les prix des énergies fossiles ont fortement augmenté, tout comme les valorisations boursières des groupes pétroliers. Plus précisément, les plus grandes entreprises pétrolières, Total énergies, Shell, BP, ExxonMobil, Chevron, ont plus que doublé leurs profits pour l'année 2022 et ont atteint 153,5 milliards de dollars de bénéfice net. L'exclusion de telles valeurs des portefeuilles responsables a été perçue comme une privation des gains potentiels.
A. Pécaut, « A l'image des 19 milliards d'euros de TotalEnergies, des bénéfices record pour les compagnies pétrolières en 2022 », Le Monde, févier 2023, https://www.lemonde.fr/economie/article/2023/02/08/les-majors-du-petrole-affichent-des-resultats-record_6160981_3234.html

[704] V. Le Sourd, « Does ESG investing improve risk-adjusted performance? », *op. cit.* note 699

[705] E. Le Saout, C. Buscot, « Comment expliquer la performance de l'investissement socialement responsable ? », Management & Avenir, Management Prospective Ed., 2009, vol. 23, nº 3, pp. 153-169

[706] En effet, les échantillons de valeurs suivant une méthodologie de simple matérialité donneraient des résultats différents par rapport à ceux basés sur une méthodologie de double matérialité. De même, une analyse de performance sur un an diffèrerait drastiquement d'une analyse sur dix ans annualisée.

importants. Ainsi, plus le risque de l'actif est significatif, plus la performance financière est susceptible d'augmenter. L'ESG amortit en ce sens la performance dans sa globalité car, en tenant compte des facteurs de risques et d'opportunités supplémentaires, il diminue le risque global auquel s'expose le portefeuille[707]. Ainsi, plus les entreprises sont risquées, donc moins regardantes des enjeux RSE, plus l'investisseur s'attend à un profit, voire à une marge de négociation supérieure par rapport aux conditions et prix de souscription des titres. Inversement, les actifs émis intégrant les facteurs ESG, voire axés spécifiquement à la durabilité peuvent de ce fait procurer une moindre rémunération pour les investisseurs[708].

L'application des stratégies de la finance responsable semble facilement susceptible d'être pervertie. D'un côté, une mauvaise performance ou un risque ESG peuvent octroyer aux investisseurs un moyen de faire pression sur les entreprises afin de se prévaloir de profits supérieurs ou de conditions plus avantageuses. D'un autre côté, les entreprises affichant de bonnes performances ESG peuvent décourager certains investisseurs en quête de profits à court terme.

[707] Les actifs ESG sont vus comme moins risqués car ils prennent en compte les risques et les externalités négatives en dehors du spectre financier. Dans ce sens, leur prime de risque est inférieure, ces actifs étant perçus comme octroyant une performance moins importante au sein d'un portefeuille.
[708] J.F. Kölbel, A.-P. Lambillon, « Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds », Swiss Finance Institute Research Paper, 12. janvier 2022, no 23-07, p 35

B. Le risque ESG : une valorisation peu prévisible

Le risque extra-financier peut également se traduire par un risque financier, de réputation ou de responsabilité, surtout sous forme de controverses ESG. Les controverses ESG peuvent se matérialiser de différentes façons, notamment par une découverte ou une accusation d'une incidence négative grave ou d'un comportement néfaste d'une entreprise ou d'une industrie par rapport aux enjeux environnementaux et/ou sociaux. Ces événements représentent tout d'abord un risque pour la réputation de l'entreprise en question, mais peuvent aussi entraîner des répercussions financières très fortes[709].

L'un des premiers exemples phares de controverse ESG est l'entreprise Emeis (ex-Orpea) qui a subi une perte de plus de la moitié de sa valeur boursière le jour de la révélation d'une controverse ESG. En effet, le livre *Les Fossoyeurs* accuse plusieurs entreprises opérant des établissements d'hébergement pour personnes âgées de négligences et de conditions déplorables pour les patients. L'entreprise Emeis, leader européen des maisons de retraite, est accusée de maltraitances envers des résidents de ses EHPAD et d'imposer de mauvaises conditions de travail à ses salariés. Ces révélations ont eu un effet immédiat sur la valeur de l'action du groupe. Le titre Emeis à la Bourse de Paris a chuté de plus de 60 %[710] en deux semaines et a ultimement perdu 92 % de sa valeur initiale[711].

Un autre exemple pertinent est celui de l'entreprise Teleperformance, qui a enregistré des pertes similaires en raison de la dénonciation de son comportement controversé par rapport à ses employés. La première entreprise mondiale de gestion de centres d'appels a été accusée de violation du droit du travail et a fait l'objet d'une enquête de la part du ministère colombien du Travail pour violation des droits des

[709] I. Delattre, « La controverse : première matérialisation d'un risque ESG », Crédit Mutuel Asset Management, 5 mai 2021, https://www.creditmutuel-am.eu/fr/non-professionnels/actualites/billets-de-la-finance-responsable/559/index.html
[710] F. Maussion, « Orpea : comprendre l'affaire qui secoue les Ehpad privés en quatre questions », Les Echos, 7 février 2022, https://www.lesechos.fr/industrie-services/pharmacie-sante/orpea-comprendre-laffaire-qui-secoue-les-ehpad-prives-en-quatre-questions-1385121
[711] A. Barloutaud, « Le scandale Orpea », Investir, 10 janvier 2023, https://investir.lesechos.fr/actu-des-valeurs/la-vie-des-actions/le-scandale-orpea-1895625

syndicats des employés en charge de la modération du réseau TikTok[712]. Après la révélation des conditions de travail déplorables, la valeur boursière de l'entreprise a chuté de 34 %[713].

Ces instances démontrent que les risques ESG commencent à être valorisés par les acteurs du marché boursier et à prendre plus d'importance dans les décisions d'investissement. Les conséquences financières négatives semblent beaucoup plus significatives qu'historiquement, où les controverses liées aux facteurs ESG n'ont pas provoqué de telles conséquences financières. Notamment, en 1999, le naufrage du pétrolier Erika ayant causé un désastre écologique au large de la Bretagne n'a eu aucun effet sur les marchés[714]. Plus récemment, les controverses ESG semblent prendre de l'ampleur, étant susceptibles d'engendrer des conséquences financières importantes.

Le désinvestissement, en particulier, semble avoir un réel impact pour signaler les comportements non respectueux envers la planète et en matière de droits fondamentaux.

Cependant, considérant que ce sont principalement les produits financiers ESG[715] qui détiennent ces valeurs, ils sont plus susceptibles de valoriser le risque ESG et dès lors de désinvestir ou de réagir à la survenance d'une telle controverse. Les actionnaires traditionnels semblent moins réactifs. En effet, aucun principe général n'est discernable quant à la place de l'ESG dans la gestion d'un portefeuille ni dans la performance financière des valeurs. Le risque extra-financier, même si intrinsèquement grave, pourra ne produire aucun effet financier si cela n'est pas perçu par les investisseurs en tant que matériel. Dans la grande majorité des cas, lors de la survenue d'une controverse ESG, ce sont les financiers qui déterminent si cela est financièrement

[712] L. Boisseau, « Orpea et Teleperformance : ces scandales qui mettent en lumière les risques ESG », Les Echos, 25 décembre 2022, https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/orpea-et-teleperformance-ces-scandales-qui-mettent-en-lumiere-les-risques-esg-1891854

[713] S. Leboucher, « Finance durable : l'épée de Damoclès de l'ESG », Option Finance, février 2023, https://www.optionfinance.fr/rubrique-asset-management/finance-durable-lepee-de-damocles-de-lesg.html

[714] *Ibid.*

[715] En effet, Mirova, société à mission et investisseur dédié à l'investissement durable, est le troisième actionnaire du groupe Orpea.
F. Maussion, « Orpea : comprendre l'affaire qui secoue les Ehpad privés en quatre questions », *op. cit.* note 710

pertinent ou non. La polémique autour de la destruction du village allemand de Lützerath pour exploiter une mine de lignite en témoigne. Malgré la couverture médiatique importante, le cours de bourse de l'entreprise RWE, à l'origine de l'opération, n'a enregistré aucun mouvement particulier[716].

La controverse autour de l'entreprise Verallia, où deux employés se sont suicidés et quatre ont fait des tentatives dans une période assez rapprochée en 2021, ne s'est également pas concrétisée ni en tant que risque de réputation ni en tant que risque financier[717]. Une telle série d'événements tragiques peut mettre en cause la responsabilité juridique éventuelle de l'entreprise. Ainsi, du point de vue de l'analyse extra-financière, ces événements peuvent être symptomatiques des instances de harcèlement moral, des conditions de travail malsaines et d'une mauvaise gestion du capital humain de la part de l'entreprise. Ils peuvent être constitutifs d'un risque stratégique et opérationnel et sont susceptibles d'induire un risque de marché ou d'entraîner des procédures juridiques encourant des dommages et intérêts. Ces révélations n'ont produit aucun effet sur la valorisation de l'entreprise.

Les effets réels des risques ESG et des controverses peuvent, dans une certaine mesure, être attribués aux actionnaires spécifiquement réceptifs. Le problème de la valorisation des risques ESG par le marché large et les investisseurs traditionnels persiste.

[716] S. Leboucher, « Finance durable : l'épée de Damoclès de l'ESG », *op. cit.* note 713
[717] I. Karroum, « Suicides à Verallia Cognac : la police enquête à l'usine », CharenteLibre.fr, 17 mai 2023, https://www.charentelibre.fr/societe/justice/suicides-a-verallia-cognac-la-police-enquete-a-l-usine-15198604.php

Paragraphe 2. La finance responsable : le produit

L'objectif primaire d'un produit financier, y compris d'un produit durable ou responsable est de souscrire un maximum d'argent et de surperformer financièrement. Toutefois, quant à ces derniers, la stratégie financière peut se retrouver en désaccord avec les valeurs commercialisées. La marchandisation des valeurs de la finance responsable et durable, des valeurs ayant un fond éthique, mène quasi-certainement vers une déformation de l'idéal poursuivi.

Les produits financiers responsables et durables intègrent les valeurs et les facteurs ESG et de durabilité, choisis pour leur pertinence sociale et environnementale, afin d'afficher de meilleures performances financières[718] et d'attirer les parties du marché réceptives[719]. Les fonds responsables et durables s'y intéressent car ils y prévoient une croissance quelconque, soit à long terme soit à court terme, par rapport à la concentration future des flux, soit en y prévoyant une croissance structurelle du fait des plans de relance ou de législations[720].

Toutefois, si tout frein au profit est en réalité inacceptable, les valeurs humanistes, les droits fondamentaux là où ils ne sont pas garantis[721], la protection de l'environnement et de la biodiversité, seront toujours sacrifiés au nom de celui-ci. Ces facteurs ne semblent que superficiellement et temporairement intégrés, uniquement dans la mesure où ils produisent du profit. Cette marchandisation des facteurs sociaux

[718] S. Chen, Y. Song, P. Gao, « Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance », Journal of Environmental Management, 1 novembre 2023, vol. 345
A. Edmans, « The End of ESG », *op. cit.* note 447
R.S. Kaplan, D.P. Norton, « The Balanced Scorecard—Measures that Drive Performance », Harvard Business Review, 1992, nº janvier-février 1992, pp. 71-79

[719] Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, Morgan Stanley Wealth Management, Sustainable Signals, Understanding Individual Investors' Interests and Priorities, 2024

[720] A. Edmans, « Rational Sustainability », *op. cit.* note 282
I. Zumente, J. Bistrova, « ESG Importance for Long-Term Shareholder Value Creation: Literature vs. Practice », Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity, 1 juin 2021, vol. 7, nº127, 13 pages

[721] Comme précédemment mentionné, les entreprises multinationales s'engagent dans « une course vers le bas » sur le plan mondial, cherchant à installer leurs activités dangereuses, précaires et polluantes là où les États ont réduit les obligations et contraintes en matière de protections sociales et environnementales afin d'attirer le capital étranger. Dans leur quête d'une main d'œuvre moins chère et de réduction maximale des coûts, les entreprises délocalisent leurs activités vers ces zones, ce qui peut conduire à de graves abus malgré la conformité avec les règles locales.
A. Smith, « Can Human Rights And Capitalism Ever Be Truly Compatible? », *op. cit.* note 198

et environnementaux déforme leur valeur intrinsèque et affaiblit leur prise en compte et leur protection.

Un exemple phare de la corrosivité de cette marchandisation est l'approche de protection de la nature par les acteurs financiers. La protection de la biodiversité fait partie des Objectifs de développement durable, du Pacte vert[722], de la Convention sur la diversité biologique (CDB)[723] et des nombreux engagements des acteurs financiers. Toutefois, il est difficile de concevoir ces initiatives de façon purement protectrice, décorrélées d'une « logique de domination, d'appropriation et de marchandisation »[724].

En effet, afin de pouvoir agir en faveur de la protection des écosystèmes et de la biodiversité, il est supposé nécessaire de quantifier ces derniers et de leur assigner une valeur pécuniaire. Passant d'abord par une étape de comptabilité du capital naturel, des organisations internationales ont développé des méthodes spécifiques[725] avec un ensemble commun de règles pour suivre les changements dans les écosystèmes et leurs services dans tous les domaines politiques. Plus spécifiquement, il s'agit d'outils visant à mesurer les changements dans le stock et l'état des écosystèmes à différentes échelles et d'intégrer ces données écosystémiques dans les systèmes de comptabilité et de *reporting* de manière standardisée[726]. En 2016, la *Capitals Coalition* a publié le *Natural Capital Protocol* (NCA), qui décrit une méthode standardisée permettant aux entités de mesurer les impacts et les dépendances à l'égard du capital naturel[727]. En l'appliquant, les entreprises peuvent cartographier leurs impacts et leur dépendance à l'égard des ressources naturelles et leur attribuer une valeur monétaire. Cela permet aux entreprises de gérer les risques et opportunités liés à la nature.

Les différents écosystèmes à l'instar des forêts, des zones humides ou encore des récifs coralliens sont traduits par leurs composants à savoir le bois, le sol, l'eau, les

[722] Notamment, il s'agit de la Stratégie de l'UE en faveur de la biodiversité à l'horizon 2030.
[723] Convention sur la diversité biologique, adoptée le 5 juin 1992, R.T.N.U., vol. 1760, p.79.
[724] C. Frison, « Décoloniser le droit de la biodiversité pour sortir du Plantationocène : vers un droit écologique », Revue juridique de l'environnement, JLE, 2025, no. HS1, pp. 81-104.
[725] United Nations, System of Environmental Economic Accounting – Ecosystem Accounting, ST/ESA/STAT/SER.F/124, Department of Economic and Social Affairs, Statistics Division, Series F n° 124, décembre 2024
[726] Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant le règlement (UE) n° 691/2011 en ce qui concerne l'introduction de nouveaux modules relatifs aux comptes économiques de l'environnement, COM(2022) 329 final, 11 juillet 2022
[727] Capitals Coalition, « Natural Capital Protocol », 2016, https://capitalscoalition.org/capitals-approach/natural-capital-protocol/

espèces de flore et de faune, les gaz et les produits chimiques considérés comme des actifs. En dehors d'une dépendance évidente aux ressources naturelles, il semble que les écosystèmes, y compris ceux ayant le plus besoin de protection, sont seulement perçus à travers le prisme de leurs parts valorisées selon leur utilité pour les États ou les entreprises[728]. Avec cette marchandisation à outrance, il est difficile de concevoir une réelle volonté de protection désintéressée.

Cette tendance générale crée un cercle vicieux englobant tout le domaine de la finance responsable. Les premières conséquences sont très rapidement visibles avec des expertises superficielles, des résultats mitigés, des certifications, des notations, et des labellisations lacunaires, limitées et trompeuses[729].

Les investisseurs commercialisant leurs produits responsables et durables doivent démontrer que ceux-ci correspondent à leurs dénominations commerciales et qu'ils sont en conformité avec les exigences règlementaires. L'élément principal est l'analyse de l'entreprise, voire la notation. Qu'elles soient réalisées en interne par l'investisseur ou par l'agence, l'analyse et la notation deviennent des produits clés. Cette marchandisation déforme profondément la performance ESG pour toutes les parties prenantes. Les entreprises émettrices divulguent des informations et façonnent leurs stratégies RSE pour mieux répondre aux exigences des notations, sans que cela ait nécessairement une corrélation sur ses incidences positives et négatives. Les investisseurs intègrent des notations qui leur sont compréhensibles et qui sont compatibles avec leurs stratégies financières. En ce sens, les agences commercialisent

[728] Finance for Biodiversity Foundation, Aligning financial flows with biodiversity goals and targets - Part 1, 16 février 2022, https://www.financeforbiodiversity.org/publications/aligning-financial-flows-with-biodiversity-goals-and-targets/ ;
Finance for Biodiversity Foundation, Aligning financial flows with biodiversity goals and targets – Part 2, 13 juin 2022, https://www.financeforbiodiversity.org/publications/aligning-financial-flows-with-biodiversity-goals-and-targets-part-2/ ;
Finance for Biodiversity Foundation, Aligning financial flows with biodiversity goals and targets – Part 3, 2 décembre 2022, https://www.financeforbiodiversity.org/publications/aligning-financial-flows-with-biodiversity-goals-and-targets-part-3/ ;
C. Herweijer et al., Nature Risk Rising: Why the Crisis Engulfing Nature Matters for Business and the Economy, World Economic Forum, New Nature Economy series, janvier 2020, https://www.weforum.org/publications/nature-risk-rising-why-the-crisis-engulfing-nature-matters-for-business-and-the-economy/

[729] Voir *supra,* Paragraphe 2. La mise en œuvre longue et laborieuse de la Section 1, du Chapitre II, de la Partie I

des notations selon la forme et sur le fond qui sembleraient plus susceptibles d'être vendues[730]. Ainsi, sont largement favorisées les grandes multinationales qui, dans un premier temps, disposent de budgets pour soigner leurs stratégies avec des initiatives RSE faciles à commercialiser[731] et, dans un second temps, produire des rapports.

Cette notation est assignée de manière arbitraire et superficielle, créant une illusion de responsabilité ou de durabilité. Cependant, ces valeurs, intrinsèquement semblables à des valeurs traditionnelles, affichent les mêmes performances que le marché large.

Cela peut expliquer plusieurs problèmes que la pratique de la finance responsable rencontre. Notamment, les études affichant de mauvaises ou insuffisantes performances peuvent en partie être expliquées par ces biais dans la notation de leurs échantillons de valeurs[732]. Les valeurs extra-financières n'affichent pas de surperformances par rapport à des valeurs traditionnelles car elles restent essentiellement similaires.

Cela se manifeste également quant aux indices boursiers durables. Ces derniers comprennent un ensemble de valeurs présentant certains atouts sociaux et environnementaux. Ces indices servent principalement à faciliter la sélection des valeurs ESG par les investisseurs. Ils sont rémunérés, comme tout autre indice, quand les investisseurs les utilisent à des fins de sélection de valeurs et/ou de comparaison de portefeuilles. Ce nouveau gisement d'indices instrumentalise l'absence de connaissances ou de réel intérêt de la part des investisseurs en matière de finance responsable et durable. Les méthodologies de sélection des valeurs au sein des indices boursiers sont généralement peu transparentes et peu crédibles. Cela peut conduire à fausser la réorientation des flux et à décrédibiliser les efforts de la finance responsable. Le règlement 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil[733] modifie le règlement

[730] Les agences de notation couvrent principalement les entreprises faciles à noter sur la base des informations divulguées volontairement. En effet et à contrario, il serait nécessaire de discerner les risques des comportements dangereux dans les rapports volontaires de celles-ci.
[731] Comme les stratégies de neutralité carbone, des campagnes de reforestation, les lancements de produits spécifiquement écoresponsables (bios, véganes, etc.), et des fondations humanitaires.
[732] F. Berg, J.F. Kölbel, R. Rigobon, « Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings », *op. cit.* note 669, pp. 1315-1344
[733] Règlement (UE) 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence transition climatique de l'Union, les indices de référence accord de Paris de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence, JO L, vol. 317, 9 décembre 2019, pp. 17-27

du 8 juin 2016, dit « Benchmark »[734], et impose des conditions aux indices responsables et durables afin d'éviter l'écoblanchiment. Son périmètre étant toutefois limité, la majorité des indices ESG utilisés sur le marché lui échappe.

[734] Règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement et modifiant les directives 2008/48/CE et 2014/17/UE et le règlement (UE) n° 596/2014, *op. cit.* note 362

Paragraphe 3. La finance responsable : le mode opératoire

En dehors d'une réelle refonte du système financier, de ses intérêts et de ses fonctionnements, l'application de la finance responsable semble faire face à des obstacles prévisibles. Son application reste biaisée par une surpondération de l'aspect financier (A.) et limitée par une forte incompréhension des enjeux et besoins qui sont difficilement quantifiables (B.)

Les nouvelles stratégies de la finance responsable et de la finance durable sont mises en place et appliquées dans le même périmètre, dans le même état d'esprit, empruntant les mêmes fonctionnements qu'avant. Pourtant, elles naissent comme des outils de développement durable et de lutte contre le dérèglement climatique causé par des modèles économiques défaillants[735]. Ainsi, les propositions de modèles de croissance économique qui intègreraient avec succès les préoccupations sociales et environnementales ne font toujours pas consensus[736].

Sans réelle réforme, l'application de la finance responsable et durable au sein du système actuel restera limitée, leurs objectifs non-atteints.

[735] J.E. Chebly, F. Ruiz, A. Schiano, « Mainstreaming Sustainable Finance: Market-Friendly Solutions to Climate Change », Fletcher F. World Aff., 2018, vol. 42, nº 2, pp. 65-78
[736] *Ibid.*

A. Le biais de la matérialité financière

Comme précédemment énoncé, l'Union européenne, avec son règlement SFDR[737] et sa directive CSRD[738], formalise la notion de double matérialité et l'intègre dans la stratégie d'investissement et de gestion d'entreprise. Plus précisément, la double matérialité reprend la matérialité financière et la prise en compte du risque en matière de durabilité (*outside in*) et ajoute la notion de matérialité d'impact, avec la prise en compte obligatoire de l'incidence négative des décisions d'investissement et des activités des entreprises sur les facteurs de durabilité (*inside out*).

Ainsi, les investisseurs sont soumis à l'obligation de prendre en compte dans leurs stratégies au niveau de l'entité[739] et leurs stratégies de gestion des produits financiers[740] non seulement les aspects financièrement pertinents mais aussi les risques et les impacts environnementaux et sociaux. Ils sont aussi tenus d'en reporter les résultats de façon annuelle[741].

Avec la CSRD, les entreprises sont également obligées d'intégrer les facteurs de risques et d'incidences en matière de durabilité dans leur analyse de matérialité et leur rapport annuel[742].

---

[737] Le règlement SFDR ne définit pas spécifiquement la notion de double matérialité, mais énonce l'obligation de prendre en compte, tant au niveau de l'entité qu'au niveau du produit financier, les risques en matière de durabilité ainsi que les incidences négatives.
Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

[738] Le règlement délégué à la directive CSRD confirme que la double matérialité en son paragraphe § 37.
§37, Annexe I, Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, *op. cit.* note 478

[739] Article 4, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

[740] Article 7, *Ibid.*

[741] Article 4, Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important» et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites internet et dans les rapports périodiques, *op. cit.* note 434

[742] Article 1er de la Directive CSRD, remplaçant l'article 19bis de la directive 2013/34/UE
Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *op. cit.* note 104

Toutefois, en pratique, la primauté de la matérialité financière se maintient à plusieurs niveaux.

L'évolution des placements des produits responsables démontre qu'il n'y a pas de réel changement de système. Les stratégies commerciales suivent souvent les mêmes logiques primaires, promouvoir et vendre des produits à des consommateurs. La nouvelle génération de ces derniers étant plus écoresponsable, elle représente un nouveau marché. En ce sens, les sociétés de gestion trouvent des produits à leur proposer qui semblent mieux leur correspondre que les produits traditionnels. Ensuite, la stratégie ne tient compte des externalités négatives que dans la mesure de la stricte conformité règlementaire, pour reporter annuellement les résultats.

Les exigences de double matérialité des nouvelles réglementations sont fondamentales, néanmoins, elles restent limitées par l'obligation simple de transparence. Aucune incidence réelle sur les décisions d'arbitrage n'est exigée. Comme précédemment énoncé, tous les produits financiers ont un degré d'incidence négative sur les facteurs environnementaux et sociaux[743]. Aucune valeur, et donc aucun produit financier, ne peut y échapper[744]. C'est sur la mesure de l'incidence négative que devrait être placé le curseur. Le calcul des incidences négatives se révèle très pertinent pour évaluer la réelle performance d'une valeur et d'un produit financier, si cette information peut être exploitée pour diminuer voire prévenir de futures incidences. Toutefois, et jusqu'alors, aucun seuil d'incidence négative n'est proposé au niveau européen ou national. Ainsi, la seule analyse accessible pour les sociétés est la comparaison historique des résultats des produits. En l'absence de plusieurs moyens d'analyse et de contextualisation, il peut sembler difficile de traduire ces chiffres sur les incidences négatives en décision d'allocation.

[743] Voir *supra,* B. Une application entièrement spéculative, du Paragraphe 2, de la Section 1, du Chapitre II, de la Partie I
[744] Toute entreprise doit consommer de l'énergie pour son activité ou émettre des émissions de gaz à effet de serre, ou avoir d'autres incidences sur les facteurs de durabilité.

En ce sens, se pose la question de la possibilité que la simple divulgation des impacts négatifs puisse produire un effet positif, de diminution ou de prévention de ces externalités.

En pratique, la matérialité d'impact, bien que prise en compte lors de chaque décision d'investissement, ne la motive que rarement. Les acteurs appliquent la double matérialité et intègrent dans leurs modèles de recherche fondamentale et d'analyse les critères d'incidences sur les facteurs de durabilité. Néanmoins les décisions d'investissement restent prises selon la matérialité financière de ces critères. L'impact sur l'environnement et les aspects sociaux sont traduits en termes de potentiels risques et opportunités financiers directs ou indirects[745]. Les incidences négatives ESG sont intégrées dans les modèles de valorisation tout comme le seraient les risques de durabilité.

[745] À titre d'exemple, l'exposition d'un actif au risque de causer des incidences négatives, comme de graves pollutions de l'écosystème ou de violations des droits de l'Homme, est perçue comme pertinente si cela peut se traduire financièrement pour l'investisseur. Cela peut être le cas quant au risque à la réputation de l'entreprise, susceptible d'entraîner une partie de la clientèle, par conséquent des revenus, ou quant au risque de responsabilité, à travers une éventuelle condamnation ou amende. A contrario, malgré une matérialité d'impact réelle, l'incidence négative semble financièrement peu matérielle, dès lors, peu valorisable.

B. Le biais quantitatif

Le fonctionnement traditionnel du système financier semble poser un autre problème, celui d'une focalisation excessive sur les critères et piliers plus faciles à quantifier et à commercialiser. Cela est particulièrement visible quant aux piliers environnementaux et aux critères liés aux différents facteurs environnementaux. Plus spécifiquement, les produits de la finance durable s'articulent principalement autour de solutions « vertes » telles que les quotas carbone, les obligations vertes aussi appelées *Green bonds*[746], les produits financiers axés sur la décarbonation ou encore la transition écologique et/ou énergétique[747]. Ainsi, les solutions environnementales peuvent non seulement aisément devenir des produits sur le marché mais sont aussi dûment demandées et anticipées afin d'agir face aux enjeux pressants tels que le dérèglement climatique[748] ou la transition énergétique. Même au sein du pilier environnemental, toutes les thématiques ne se voient pas réserver le même traitement en partie du fait de ce biais quantitatif. Notamment l'érosion de la biodiversité souffre souvent d'une attention limitée, malgré son importance et son impact sur le système financier[749]. En effet, les risques et les impacts négatifs sur la biodiversité, si variés et si complexes, sont plus difficiles à analyser, à quantifier et à consolider qu'en matière de réchauffement climatique, par exemple, où le critère des tonnes de CO_2 équivalent résume et représente la majorité des problématiques[750].

D'un autre côté, les piliers sociaux et sociétaux n'ont pas la même réception en finance que le pilier environnemental dans son ensemble. Par nature, ils sont moins quantifiables, surtout quant à la protection des droits de l'Homme, et moins faciles à transformer en produit à commercialiser. Même les facteurs qui peuvent s'exprimer en

[746] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[747] H. Bioy et al., Investing in Times of Climate Change 2022, *op. cit.* note 320
[748] J.E. Chebly, F. Ruiz, A. Schiano, « Mainstreaming Sustainable Finance: Market-Friendly Solutions to Climate Change », *op. cit.* note 735, pp. 65-78
[749] Il est estimé que 50 % des économies mondiales dépendent directement de la nature et des ressources naturelles. Groupe de la Banque Mondiale, « Préserver la biodiversité pour préserver notre avenir », World Bank, 7 décembre 2022, https://www.banquemondiale.org/fr/news/immersive-story/2022/12/07/securing-our-future-through-biodiversity
[750] R. Svartzman et al., A « Silent Spring » for the Financial System? Exploring Biodiversity-Related Financial Risks in France, Working Paper, nº 826, Banque de France, août 2021, https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp826_0.pdf

chiffres, tels que le pourcentage de femmes dans des postes à responsabilité ou le taux de fréquence et de sévérité d'accidents, sont difficiles à traduire dans les effets sur la valeur de l'entreprise. Ces chiffres peuvent être difficiles à analyser, contextualiser et surtout valoriser[751].

Cette priorisation de certains enjeux environnementaux s'explique également par d'autres raisons. En particulier, le choix politique de donner la priorité à l'urgence climatique par rapport aux enjeux sociaux ; notamment aux enjeux du travail forcé, du travail des enfants et de toute autre forme d'exploitation. Le lien fondamental des économies mondiales avec l'esclavage moderne ne semble pas susciter la mobilisation adéquate[752] au vu de l'aggravation progressive de la situation[753].

Ce choix politique est visible dans l'action normative de l'Union européenne, avec par exemple la rédaction de la Taxonomie verte en priorité et la Taxonomie sociale en second plan. Toutefois, certaines régulations visant le développement durable prennent en compte les enjeux et les externalités sociales de façon simultanée[754].

Enfin, les piliers sociaux et sociétaux ne sont généralement pas perçus comme offrant une opportunité d'investissement. Notamment, les investisseurs perçoivent facilement les opportunités financières d'investissement à impact environnemental ; telles que les entreprises d'énergies renouvelables ou les entreprises d'assainissement de l'eau ou de gestion des déchets. La catégorisation des activités durables et opportunes est soutenue par la Taxonomie verte, mais ne peut se traduire avec la Taxonomie sociale. Cette recherche même de l'opportunité financière quant au respect

[751] Un taux d'accidents élevé peut se traduire par une baisse d'effectivité des autres employées, une expression du droit au retrait ou encore des procédures prud'homales, mais peut aussi n'avoir aucune incidence sur la valorisation de l'entreprise. Ainsi, une forte diversité à tout niveau de la hiérarchie peut impacter positivement l'entreprise, sa stratégie et sa réputation. Il peut toutefois être difficile de calculer exactement quelle part du succès de l'entreprise serait attribuable à ses efforts en termes de parité.

[752] Voir *supra,* Paragraphe 1. Les crises sociétale et climatique nécessitant une réponse concrète, de la Section 2, du Chapitre I, de la Partie I

[753] En effet, en 2022, 50 millions de personnes sont estimées vivre sous différentes formes d'esclavage moderne dans le monde. Depuis 2016, ces chiffres sont en nette détérioration, augmentant de 10 millions en raison d'un enchevêtrement de crises sociétales et environnementales.
Walk free, The Global Slavery index, *op. cit.* note 9

[754] Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL établissant un cadre visant à garantir un approvisionnement sûr et durable en matières premières critiques et modifiant les règlements (UE) n° 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1724 et (UE) 2019/1020, *op. cit.* note 648

des droits de l'Homme devrait être considérée comme paradoxale, celle-ci étant une nécessité.

En effet, une telle articulation est difficile à trouver pour le pilier sociétal ou social, ces derniers contenant principalement des facteurs attachés à des valeurs non marchandes. Cela est surtout visible quant à l'investissement en bourse dans des entreprises d'une certaine taille devant justifier d'une croissance continue, généralement contradictoire aux projets d'intérêt général et d'utilité sociale.

Ainsi, la Taxonomie sociale vise plusieurs objectifs et n'emprunte pas la logique de la classification des activités mais plutôt une classification des comportements. Elle propose trois objectifs principaux assortis de sous-objectifs. Premièrement, l'objectif du travail décent comprend des sous-objectifs tels que le renforcement du dialogue social, la promotion de la négociation collective ainsi que d'un salaire minimum vital garantissant une vie décente. Deuxièmement, l'objectif d'un niveau de vie adéquat porte notamment sur des produits sains et sûrs, des soins de santé et un logement de qualité. Troisièmement, l'objectif de communautés inclusives et durables vise également à promouvoir l'égalité et la croissance inclusive ainsi que des moyens de subsistance durables.

Les garanties minimales proposées renvoient à des objectifs à la fois environnementaux, sociaux et de gouvernance de manière à éviter toute incohérence. Ces garanties prennent en compte les parties prenantes intéressées, en particulier la main-d'œuvre et les travailleurs de la chaîne de valeur de l'entité en question, les utilisateurs finaux et les communautés concernées. En ce sens, la proposition de la Taxonomie sociale semble éviter les pièges du système financier actuel. Reste cependant la question de sa finalisation et puis de son application par ce dernier.

Si la finance responsable, ses principes et son application, se heurte à la rigidité d'un système financier encore largement ancré dans les logiques a minima indifférentes, a maxima attentatoires aux droits de l'Homme et la protection de l'environnement, cette tension révèle, elle-même, la nécessité d'en repenser les fondements et d'en changer le fonctionnement. L'aggravation du dérèglement climatique et les crises sociales et sociétales soulignent l'urgence de cette refonte. En ce sens, au-delà de ses limites, la finance responsable se dévoile en tant qu'une solution conciliante, capable de responsabiliser les acteurs des marchés financiers.

Partie II : La finance responsable, une solution conciliante pour responsabiliser les acteurs des marchés financiers

La finance responsable et la finance durable visent à apporter les solutions concrètes, même si indirectes, aux défis mondiaux graves, tels que le changement climatique, l'érosion de la biodiversité, l'épuisement et l'inaccessibilité des ressources, la précarisation de la condition humaine, les violations des droits de l'Homme, les inégalités sociales et bien d'autres[755]. Ces deux notions se sont concrétisées, ces dernières années, dépassant un simple mouvement de pensée, ou une tendance de marché. Elles sont consacrées par les normes nationales et internationales de différentes natures et degré de contrainte, et par les acteurs privés et publics. Au vu de leur progression récente, la finance responsable et la finance durable sont susceptibles de devenir de réels outils de transformation du statut quo. La réforme du système financier visée par leurs approches, fait naître beaucoup de résistance et de contestation de la part des acteurs économiques et financiers, rendant l'application de leurs postulats difficile[756], voire déformée[757].

Toutefois, l'essence même de la finance responsable et durable est d'assurer une stabilité économique et une prospérité inclusive et à long terme. S'inspirant de la définition du développement durable[758], la finance responsable et la finance durable visent à trouver un fonctionnement systémique optimal qui ne précarise ni les conditions de vie actuelles ni futures.

Cela s'illustre parfaitement par l'interaction entre les risques climatiques et les institutions prudentielles et assurantielles. Notamment, le modèle d'affaires et la

[755] Voir *supra,* Paragraphe 1. Les crises sociétale et climatique nécessitant une réponse concrète, de la Section 2, du Chapitre I, de la Partie I
[756] Voir *supra*, Section 1. Une application difficile, du Chapitre II, de la Partie I
[757] Voir *supra*, Section 2. Une application déformée, du Chapitre II, de la Partie I
[758] Assemblée Générale des Nations Unies, Conseil des droits de l'Homme, Rapport de la Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'ONU : « Notre avenir à tous », Rapport Brundtland, *op. cit.* note 1

profitabilité de ces dernières sont conditionnés par leur capacité à envisager, évaluer et valoriser correctement les risques potentiellement financiers. À l'aune du dérèglement climatique, l'absence de prise en compte, voire une mauvaise gestion des indicateurs de risque et d'impact environnementaux, peut fondamentalement nuire au fonctionnement de ces organismes, voire du système économique et financier. D'une part, les dépenses des assurances augmentent drastiquement, en raison du nombre croissant des sinistres liés aux catastrophes naturelles, aggravées et multipliées par le changement climatique, et d'autre part, ces mêmes assurances risquent de ne plus assurer les populations et les biens les plus à risque, les exposant à des pertes financières non indemnisables.

Ainsi, la citation symbolique de l'ancien président d'Axa, Henri de Castries, la veille de la COP21 en 2015 à Paris, affirmant que si « une augmentation de deux degrés de la température moyenne dans le monde [pouvait] encore être assurable, […] ce qui [est] certain, c'est qu'une hausse de quatre degrés ne l'[est] pas », se démontre particulièrement pertinente[759], voire trop optimiste[760]. Avec l'accumulation des catastrophes climatiques, en absence de mesures effectives limitant le réchauffement, le désengagement des organismes privés d'assurance est possible, voire probable, rendant le système économique profondément fragilisé.

En réponse, les institutions financières encadrent progressivement l'intégration des risques liés au climat et à l'environnement afin d'assurer la stabilité et la résilience systémique à long terme[761], toutefois, les disparités de niveaux de maturité de certains acteurs mènent, en pratique, à des résultats nuancés, ainsi qu'à une maîtrise inégale des risques[762].

[759] A. Charpentier, « Ni les assureurs ni les gouvernements ne sont préparés à l'augmentation exponentielle des pertes liées au risque climatique », 9 juillet 2023, https://www.lemonde.fr/idees/article/2023/07/09/ni-les-assureurs-ni-les-gouvernements-ne-sont-prepares-a-l-augmentation-exponentielle-des-pertes-liees-au-risque-climatique_6181190_3232.html

[760] M.F. Soundron, « Réchauffement climatique : Un monde à +2°C n'est déjà plus assurable », Novethic, 28 juillet 2021, https://www.novethic.fr/actualite/environnement/climat/isr-rse/rechauffement-climatique-un-monde-a-2-c-n-est-deja-plus-assurable-150028.html

[761] Banque Centrale Européenne, Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement : Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques, novembre 2020 ;
Financial Stability Board (FSB), Supervisory and Regulatory Approaches to Climate-related Risks: Final report, octobre 2022, https://www.fsb.org/uploads/P131022-1.pdf.

[762] Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), Enquête sur l'intégration des risques en matière de durabilité dans le système de gouvernance sous Solvabilité 2, Analyses et synthèses, n°171-2025, avril 2025, https://acpr.banque-france.fr/system/files/2025-04/20250407_AS_171_enquete_durabilite.pdf

Malgré de profondes problématiques passées et présentes, ainsi que d'obstacles structurels auxquels la finance responsable et la finance durable font face, ces dernières s'avèrent nécessaires, devenant une notion *mainstream,* en voie de responsabiliser les acteurs économiques et financiers.

En raison de leur forme juridique innovante de contrainte adaptée et flexible et de son intégration multilatérale d'un côté (Chapitre I), ainsi que d'une veille grandissante menant vers une sanction dissuasive d'un autre côté (Chapitre II), la finance responsable semble prendre de l'ampleur, laissant espérer que ses principes pourraient devenir ancrés dans les nouvelles pratiques de marché et de conduite d'affaires et qu'elle pourrait devenir réellement une solution adaptée et effective.

CHAPITRE I : LA CONTRAINTE ADAPTEE ET FLEXIBLE

La finance responsable et la finance durable naissent des initiatives éparpillées des pratiques du marché. Elles se multiplient et se concrétisent progressivement mais rencontrent, pendant des années, une importante opposition de la part d'autres acteurs économiques et financiers, grands comme petits[763]. Elles restent ainsi cloisonnées aux approches de niches d'une minorités d'acteurs, permettant ainsi leur instrumentalisation à des fins commerciales ou de communication avec de profondes disparités entre les approches individuelles et des divergences parmi les applications géographiques et sectorielles. Progressivement, un grand nombre de labels, référentiels et standards nationaux, régionaux et internationaux de la finance responsable et durable ont vu le jour, visant à encadrer les activités des acteurs privés multinationaux[764]. Toutefois, en raison de la nature de leurs sujets, ces normes ont été principalement incarnées par le *soft law*, se révélant ainsi d'une effectivité parfois limitée[765]. Le changement de l'approche envers ces courants alternatifs à la finance traditionnelle venait lentement, sporadiquement et surtout en réponse aux conséquences progressivement plus graves et fréquentes du dérèglement climatique. Vraisemblablement, le plus grand facteur de la démocratisation de ces approches a été la règlementation européenne issue du plan d'action pour la finance durable[766].

Cette nouvelle série de régulations pousse pour une mobilisation systémique et quasi-simultanée de toutes les sphères du marché (Section 3.). Pour cela, les normes adoptent une approche innovante avec une conformité flexible (Section 1.) avec une focalisation particulière sur la transparence comme vecteur du changement des comportements (Section 2.).

[763] Voir *supra*, Paragraphe 2. La finance éthique : une contradiction fondamentale, de la Section 1, du Chapitre I, de la Partie I
[764] Voir *supra*, Paragraphe 2. La nécessité de la régulation de la Finance afin d'agir pour le développement durable, de la Section 2, du Chapitre I, de la Partie I
[765] Voir *supra*, A. La régulation de la finance responsable entre soft law et obligation de transparence, du Paragraphe 3 de la Section 2, du Chapitre I, de la Partie I
[766] Commission européenne, Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre, *op. cit*. note 157

Section 1. L'opportunité du principe « *comply or explain* » dans la régulation de la finance

Le principe « *comply or explain* » représente une catégorie spécifique de norme privée, caractérisée par sa souplesse et sa normativité adaptable. Comme le nom l'indique, il permet aux sujets de la norme initiale de se conformer à celle-ci ou, en cas de dérogation partielle ou totale d'en expliquer les raisons.

Sa consécration en matière de gouvernance d'entreprise[767], l'ancêtre des approches ESG (environnement, social, gouvernance), est marquée par la volonté des régulateurs de laisser une marge de manœuvre et d'appréciation aux entreprises afin qu'elles puissent s'approprier les recommandations et mieux les adapter à leurs structures de gouvernance internes[768]. Par le choix que le principe laisse aux sujets, il constitue un puissant incitatif pour que les entreprises améliorent leurs pratiques[769] sans s'estimer sous contrainte. Cela rappelle l'utilité et l'opportunité du soft law de manière générale, en tant que « jalons normatifs préalables à l'adoption de traités dont le contenu peut être progressivement durci"[770], et normes, « donnant un sens, une direction » évitant d'« effrayer » le destinataire « par la rudesse des obligations"[771], visant, à la fois, un durcissement progressif et, à la fois, une meilleure acceptabilité des principes nouveaux et de ce fait leur meilleure application future.

Dans des domaines où l'autorégulation[772] et la liberté de concurrence sont

[767] Consacré par la Commission européenne, tout d'abord par : Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance, JO L, vol. 224, 16 août 2006, pp. 1-7 ;
Puis par : Directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, JO L, vol. 182, 29 juin 2013, pp. 19-76

[768] A. Elage, A. Dardour, « L'impact de l'approche « appliquer ou expliquer » sur le degré de conformité des entreprises aux codes de gouvernance », Management & Avenir, Management Prospective Editions, 20 mai 2020, vol. 116, nº 2, pp. 15-36

[769] D. Mannella, « Le « comply or explain » (enfin !) détaillé : proposition de recommandation de l'UE », Bulletin de droit économique, Centre d'études en droit économique, Université Laval, juillet 2014

[770] A. Pellet, « Les raisons du développement du soft law en droit international: choix ou nécessité? », *op.cit*. note 414

[771] H. Ascensio, « Soft Law: cinquante nuances de gris, *Dictionnaire des idées reçues en droit international »,* Paris, Pedone, 2017, p. 541

[772] Ce choix est fondé sur l'hypothèse que le marché des capitaux serait en mesure de s'autoréguler et de s'autocontrôler, sanctionnant uniquement les entreprises qui ne se conformeraient pas.
A. Elage, A. Dardour, « L'impact de l'approche "appliquer ou expliquer" sur le degré de conformité des entreprises aux codes de gouvernance », *op. cit.* note 768, pp. 15-36

considérées comme des notions phares, cette flexibilité normative semble garantir une meilleure acceptation des normes qui touchent à ce qui relève directement de l'intimité d'une entreprise, son administration et sa gouvernance. A contrario, réguler ce qui relève de l'intérieur, avec une normativité traditionnelle supposant une règle primaire contraignante, plus ou moins universelle et uniforme, et une règle secondaire portant la sanction, semble difficile[773]. Il en va de même quant à la régulation des principes de la finance responsable et durable, faisant appel à l'éthique et à une appréciation intangible (Paragraphe 1).

Toutefois, cela suppose une application conditionnée et fidèle à l'« esprit » de la régulation[774] (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. Le principe du « *comply or explain* » idéalement adapté pour la finance

Le principe « *comply or explain* » a été consacré par les normes de la finance durable, dont le règlement SFDR et la directive CSRD, pour permettre une conformité adaptée à la diversité d'acteurs financiers et d'industries (A.). Incitant une remise en question des paramètres traditionnels, le principe permet aux normes de finance durable d'opérer des changements fondamentaux dans la durée, avec une vision de la contrainte spécifique et innovante. Le principe devient ainsi le leitmotiv de la finance durable par sa flexibilité et sa normativité hybride (B.).

A. Le principe consacré par les normes de la finance responsable

[773] Une sanction naturelle relèverait en effet, plutôt de l'ordre économique, supposant que le marché réagirait et tirerait des conséquences de la non-conformité ou d'explications insuffisantes.
A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *op. cit.* note 438, pp. 202-208

[774] I. Millstein et al., Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets: A Report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development, 1998, https://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/corporate-governance-improving-competitiveness-and-access-to-capital-in-global-markets_9789264162709-en

Le principe « *comply or explain* » est un principe clé de la finance durable par sa normativité flexible et la marge d'appréciation importante laissée aux destinataires. Ce principe d'origine anglo-saxonne a été pour la première fois consacré en droit européen au début des années 2000. Initialement pensé pour l'application des codes de gouvernance d'entreprise (a.), il a été plus largement utilisé en tant que fondement des exigences de transparence non financière (b.).

a. Les origines du principe

Le principe est apparu pour la première fois au Royaume-Uni dans le cadre du rapport Cadbury[775] recensant les meilleures pratiques de gouvernance des sociétés cotées, il peut être traduit par « appliquer ou expliquer ». Le rapport définit le principe « *comply or explain* » à travers une liste de recommandations sur la conformité et non-conformité au code de gouvernance pour les sociétés cotées proposé par la Bourse de Londres. Il laisse une marge d'appréciation et de choix pour les conseils d'administratifs à agir « à la lumière de leurs circonstances particulières » afin de s'aligner à l' « esprit du code »[776]. Toutefois, la non-conformité au code doit être justifiée et explicitée par le rapport sur la gouvernance, voire auditée au préalable[777].

Le principe a été consacré par la Commission européenne initialement quant au rôle des administrateurs indépendants, puis, il a été repris en matière de gouvernance d'entreprise, d'abord par l'article 46 *bis* de la directive 2006/46/CE[778], puis par l'article 20 de la directive 2013/34/UE[779].

Sous l'impulsion européenne, le principe anglo-saxon a été adopté dans les droits de tradition civiliste. Notamment, en France, le principe a été inscrit dès 2006 dans le Code de commerce disposant que « lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de bonne conduite de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, le rapport précise les dispositions qu'elle a écartées et les raisons pour lesquelles elle les a écartées. […] Si une société ne se réfère pas à un tel code, le rapport indique les règles que la société s'est imposée[s] en complément des exigences requises par la loi et, le cas échéant, explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de

[775] Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London, Gee, Burgess Science Press, 1992
[776] *Ibid.*
[777] *Ibid.*
[778] Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance, *op. cit.* note 767
[779] Directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, *op. cit.* note 767

n'appliquer aucune disposition de ce code. » [780]

L'Union européenne garde une approche plus simple. Le b) du premier paragraphe de l'article 20 de la directive de 2013 prévoit que « lorsqu'une entreprise, conformément au droit national, déroge à un des codes de gouvernement d'entreprise visés au point a) i) ou ii), elle indique les parties de ce code auxquelles elle déroge et les raisons de cette dérogation ; si l'entreprise a décidé de ne faire référence à aucune disposition d'un code de gouvernement d'entreprise visé au point a) i) ou ii), elle en explique les raisons ».

En effet, l'article prévoit qu'une entreprise a le choix de se conformer, ou « *comply* ». Ainsi, si elle décide d'y déroger, partiellement ou totalement, l'entreprise doit expliquer, « *explain* », ses raisons. Dès lors, les entreprises, si elles choisissent de se conformer, doivent respecter les dispositions prévues, en l'espèce les dispositions en matière de contenu et de transparence du code de gouvernance. Elles peuvent toutefois y déroger sous condition d'exposer, dans la déclaration de gouvernement d'entreprise, les parties auxquelles elles ne se conforment pas et d'expliciter les raisons de leur décision[781].

[780] D. De la Garanderie et al., Comply or explain : Guide pratique de mise en œuvre, Institut Français des Administrateurs (IFA), avril 2013
[781] D. Mannella, « Le « comply or explain » (enfin !) détaillé : proposition de recommandation de l'UE », *op. cit.* note 769

b. Le principe adapté par le règlement SFDR

En matière de finance durable et responsable, le principe est notamment consacré par le règlement SFDR. Tel que précisé précédemment, le règlement SFDR vise, dans un premier temps à rendre les facteurs de durabilité compréhensibles et comparables par et pour les investisseurs, et, dans un second temps, à atténuer voire prévenir l'écoblanchiment et la commercialisation mensongère de produits supposés durables ou responsables.

Dans cette optique, le règlement SFDR intègre le principe « *comply or explain* » quant aux obligations pour l'entreprise et pour les produits financiers.

En effet, dans le a) du 1er paragraphe de son article 4 sur la transparence des incidences négatives en matière de durabilité au niveau des entités, le règlement précise que « lorsqu[e] [les acteurs des marchés financiers] prennent en compte les principales incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité, une déclaration sur les politiques de diligence raisonnable en ce qui concerne ces incidences, compte tenu de leur taille, de la nature et de l'étendue de leurs activités ainsi que des types de produits financiers qu'ils mettent à disposition »[782]. Ainsi, l'article définit les conditions d'application de l'obligation de transparence en matière d'impacts négatifs, tout en prévoyant une certaine marge d'appréciation pour les entreprises de définir, selon leur situation, des procédures de diligence adaptées. Cette première obligation de transparence énonce, déjà, une certaine flexibilité tenant compte de l'hétérogénéité des acteurs des marchés financiers et la diversité de leurs activités et facilitant la mise en conformité à travers une certaine élasticité de la contrainte.

De plus, le règlement consacre le principe « *comply or explain* » de façon explicite dans le b) du même paragraphe prévoyant que « lorsqu[e] [les acteurs des marchés financiers] ne prennent pas en compte les incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité, des informations claires sur les raisons pour lesquelles ils ne le font pas, y compris, le cas échéant, des informations indiquant si et quand ils ont l'intention de prendre en compte ces incidences négatives. »[783] L'article

[782] Article 4, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit*. note 30
[783] *Ibid.*

prévoit explicitement la possibilité de dérogation à l'obligation initiale. Si l'entité ne prend pas en compte les éventuelles incidences négatives qui pourraient être causées par ses activités, elle est dans l'obligation d'expliquer son choix de non-conformité, voire de prévoir une période et des modalités de transition.

Cette flexibilité est prévue, par ailleurs, pour permettre aux acteurs d'organiser une période de transition et de mise en conformité. En effet, au 3e paragraphe, l'article 4 prévoit une dérogation, voire une limite temporelle, au principe de « *comply or explain* » pour les grandes entreprises à partir d'une certaine date. Un an et demi après son entrée en vigueur et trois mois après sa mise en application[784], les entreprises de plus de cinq cents salariés ou les entreprises mères doivent rendre transparentes leurs politiques de diligences quant aux incidences négatives de leurs décisions d'investissement[785], leur laissant une période de conformité hybride. A contrario, les plus petites entreprises se voient accorder les bénéfices de ce principe de façon permanente, leur laissant une plus grande liberté de transition et évitant de leur imposer des obligations règlementaires alourdissant leur activité de façon trop importante.

De plus, le règlement prévoit l'obligation de transparence en matière d'incidences négatives pour chaque produit financier. Selon l'article 7, les acteurs qui se conforment à l'article 4, établissant une déclaration sur la prise en compte des incidences négatives au niveau de l'entité, sont censés en établir une pour chacun de leur produit financier. Ces produits financiers doivent intégrer dans leurs documents précontractuels, à partir du 30 décembre 2022, « une explication claire et motivée indiquant si [ce dernier] prend en compte les principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité et, dans l'affirmative, la manière dont il le fait »[786].

De même, si l'acteur, conformément au b) du premier paragraphe de l'article 4, ne prend pas en compte les incidences négatives au niveau de l'entité, il doit publier « une déclaration indiquant que l'acteur des marchés financiers ne prend pas en compte les

[784] Publié le 27 novembre 2019, le règlement entre en vigueur au vingtième jour suivant sa publication au Journal officiel, et devient applicable le 10 mars 2021.
Article 20, *Ibid.*
[785] Article 4, *Ibid.*
[786] §1, Article 7, *Ibid.*

incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité ainsi qu'une explication des raisons pour lesquelles il ne le fait pas. »[787] La déclaration doit être accessible[788] et doit contenir des éléments indiquant explicitement que l'acteur ne tient compte d'aucune incidence négative de ses décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité[789]. De plus, la déclaration doit expliciter les raisons de ce choix ou prévoir un plan de transition, avec les précisions sur les indicateurs à intégrer et sur l'échéance prévue[790].

La déclaration de l'intégration de ces facteurs au niveau du produit financier est incorporée dans le document précontractuel fait à l'intention du public et notamment de l'épargnant ou du client professionnel. Elle comporte la précision de la mesure de la prise en compte des incidences négatives dans les décisions d'investissement, de la construction et de la gestion du portefeuille[791]. Cela engage l'investisseur à un tout nouveau niveau. En effet, la stipulation dans les documents précontractuels, le document d'information clé et le prospectus du portefeuille, engage l'investisseur directement auprès du client[792]. Il ne s'agit plus de documents d'intention dénués de toute force exécutoire. Ces documents servent au client afin d'informer et de déterminer son consentement de déléguer la gestion de ses fonds à un investisseur, le client investissant dans le produit financier en question, en fonction des engagements spécifiques décrits[793]. Ainsi, dans le cas du manquement de l'acteur du marché à un ou plusieurs engagements, le client peut se retourner contre ce dernier et, en cas de perte d'une partie de la somme investie, peut demander son remboursement. La perte est en effet supposée injustifiée, car ressortant du cadre du mandat spécifiquement établi par les documents précontractuels, notamment le document d'information clé ou le prospectus. Il s'agit ici simplement d'une obligation de prise en compte *a priori* et de transparence *a posteriori*, et non pas d'une obligation de ne pas causer de préjudice. Toutefois, cela représente une avancée importante pour responsabiliser les investisseurs de

[787] §2, Article 7, *Ibid*.
[788] La déclaration doit être facilement visible et accessible sur le site Internet de l'investisseur.
[789] P. Stapleton, E. O'Dwyer, M.-A. de Nicolay, Guide to the EU Sustainable Disclosure Regulation, Alternative Investment Management Association Limited (AIMA), Maples Group, 2020, https://maples.com/en/knowledge-centre/2020/11/guide-to-the-eu-sustainable-disclosure-regulation
[790] *Ibid.*
[791] §1, Article 7, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
[792]Article 411-107 et article 411-113 Autorité des marchés financiers (AMF), Règlement général de l'AMF en vigueur au 31/03/2024, mars 2024, https://www.amf-france.org/fr/eli/fr/aai/amf/rg/20240329/notes
[793]Article 411-113 *Ibid.*

façon effective dans leur prise de décision, malgré la contrainte flexible.

Jusqu'alors, les acteurs du marché, surtout ceux ayant moins de cinq cents employés, se voient octroyer une liberté d'appréciation considérable de l'intégration des facteurs de durabilité, seule une obligation d'explication de leur raisonnement leur étant imposée.

Toutefois, il n'en va pas de même quant à l'intégration des risques de durabilité au niveau du produit financier. Plus précisément, il s'agit du risque qu'un facteur de durabilité physique ou transitionnel cause un préjudice financier sur un actif et sur le rendement du portefeuille. À ce stade, le règlement prévoit une obligation de prise en compte des risques ou, le cas échéant, une conditionnalité plus contraignante. Les acteurs sont censés publier une description de la manière dont le risque de durabilité est intégré dans la décision d'investissement et de la façon dont est évalué l'impact probable qualitatif et quantitatif de ces risques sur les rendements du produit[794]. Dans le cas de non-conformité, les investisseurs doivent expliquer les raisons pour lesquelles les risques de durabilité ne sont pas estimés pertinents[795].

En effet, les acteurs sont censés procéder à une évaluation de l'effet des risques de durabilité sur leurs actifs et le portefeuille. Si lors de cette évaluation, il est conclu que les risques de durabilité ne sont pas pertinents, les acteurs doivent expliquer de façon « claire et concise les raisons de cette estimation » [796]. Ainsi, le jugement de la pertinence de l'intégration des critères de durabilité apparaît de façon explicite uniquement à l'article 6.

Au-delà de la consécration expresse du principe « *comply or explain* », le règlement prévoit une autre dimension de normativité élastique.

[794] P. Stapleton, E. O'Dwyer, M.-A. de Nicolay, Guide to the EU Sustainable Disclosure Regulation, *op. cit.* note 789
[795] *Ibid.*
[796] §1, Article 6, Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

Notamment, son esprit de flexibilité se perçoit aussi dans son application, lorsqu'il déduit trois catégories de produits financiers selon leur niveau d'ambition quant aux facteurs de durabilité et leur prise en compte des caractéristiques ESG. Comme précédemment évoqué, les portefeuilles dans leurs communications officielles doivent se définir selon la classification des articles 6, 8 et 9[797]. Chaque catégorie suppose un ensemble de règles et de contraintes en matière de transparence au niveau du produit financier. Cela permet aux acteurs de choisir, parmi ces trois niveaux distincts, les stratégies d'investissement qui leur semblent pertinentes et auxquels ils seront en mesure de se conformer.

Cette classification n'a pas nécessairement été l'intention initiale, comme le confirme la consultation publique sur le SFDR[798], même si confirmée par les règlements délégués[799]. Elle est toutefois la rencontre de la volonté du législateur européen de permettre au secteur financier de trouver une application optimale de la durabilité et du besoin de ce dernier de maintenir une marge de liberté quant aux choix de stratégies d'investissement et de construction de portefeuilles.

[797] Selon les exigences de l'article 6 du règlement, les produits financiers classifiés ainsi ne prennent pas en compte les caractéristiques ESG de façon contraignante et donc n'ont pas d'obligations de transparence particulières à ce titre au niveau précontractuel ni au niveau des rapports périodiques.
Selon les exigences de l'article 8, il s'agit des produits financiers qui favorisent les caractéristiques ESG et qui les prennent en compte dans leurs décisions d'investissement à titre obligatoire.
La catégorie de l'article 9 du règlement est la plus ambitieuse. Selon cette dernière, les produits financiers définissent de façon contraignante un ou plusieurs objectifs d'investissement durable environnemental ou social.

[798] Commission européenne, Consultation ciblée sur la mise en œuvre du règlement sur la publication d'informations en matière de finance durable (SFDR), Direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés des capitaux (FISMA), décembre 2023, https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2023-sfdr-implementation_en

[799] Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à «ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit*. note 434

B. La flexibilité dans un objectif de conformité

Le principe « *comply or explain* » est non seulement opportun pour la régulation du secteur financier, mais également particulièrement adapté. En raison d'une réticence accrue du secteur face aux principes de la finance responsable, une approche progressive et surtout flexible de l'application hybride semble opportune, voire nécessaire. Une régulation impérative imposant une stratégie spécifique de gestion ou une prise en compte stricte et précise des enjeux en matière de durabilité semblerait inefficace et rapidement rejetée par la pratique. Le principe permet aux régulateurs d'élaborer les règles de façon différente, évitant de prendre une approche trop universelle afin de pouvoir correspondre à la panoplie d'enjeux et d'industries représentées par la finance, le régulateur met en place des principes fondamentaux pour guider le marché dans son ensemble, autorisant une marge d'appréciation quant aux pratiques spécifiques[800]. Le régulateur agit ainsi sur les questions fondamentales avec précision et pertinence, tout en réduisant la résistance que les destinataires pourraient manifester face à de nouvelles obligations et à la lourdeur d'une conformité inadaptée[801].

Il s'agit donc d'une normativité élastique (a), offrant une plus grande liberté aux investisseurs tout en encadrant les comportements en matière de prise en compte de la durabilité[802] (b).

[800] V. Harper Ho, « "Comply or Explain" and the Future of Nonfinancial Reporting », Lewis & Clark Law Review, janvier 2017, vol. 21:2, pp. 317-355.
[801] *Ibid.*
[802] A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe » *op. cit.* note 438, pp. 202-208

a. Le principe synonyme d'une normativité élastique

Reconnaissant le besoin des standards en matière de gouvernance d'entreprise et, dans le même esprit, de la finance durable, le principe « appliquer ou expliquer » permet aussi une certaine subjectivité dans son application. Ainsi, si les standards en la matière définissent une certaine vision des exigences minimales et de la conformité, ils ne constituent pas nécessairement un « prêt-à-porter »[803]. Le principe incarne un certain individualisme qui caractérise les sociétés de gestion et la concurrence en finance, se présentant comme l'idéal de la normativité sur mesure[804]. Ainsi, ce principe est parfaitement adapté à la panoplie d'acteurs financiers visés par les normes de la finance responsable, comme cela était autrefois le cas avec les normes de gouvernance d'entreprise. Considérant le fait que les sociétés visées diffèrent largement les unes des autres, « elles doivent avoir la possibilité d'écarter, compte tenu de leur situation particulière, une ou plusieurs recommandations du code de référence » [805]. Au vu des disparités qui existent entre les différents acteurs, les enjeux auxquels ils font face selon leurs tailles, leurs missions, leurs clientèles, ainsi que leurs objectifs et mandats, l'intégration d'une normativité hybride, avec comme élément central la flexibilité, semble constituer l'approche la plus efficiente et appropriée.

Ainsi, les conclusions du rapport Millstein (1997) sur la gouvernance d'entreprise semblent tout aussi pertinentes par rapport à l'intégration des facteurs de durabilité dans les stratégies et les agissements des acteurs financiers. En effet, le rapport notait que « les entreprises ont besoin d'une certaine souplesse pour pouvoir réagir correctement à l'évolution rapide des technologies et à la concurrence mondiale sur les marchés de produits, de services et de capitaux. Dans ces conditions, les modalités d'organisation du pouvoir dans l'entreprise doivent pouvoir être adaptées selon le contexte dans lequel chaque entreprise exerce son activité au gré des transformations de son environnement. Autrement dit, il n'existe pas de système de gouvernement d'entreprise pouvant convenir à tout

[803] D. De la Garanderie et al., Comply or explain : Guide pratique de mise en œuvre, *op. cit.* note 780
[804] A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *op. cit.* note 438, pp. 202-208
[805] D. De la Garanderie et al., Comply or explain : Guide pratique de mise en œuvre, *op. cit.* note 780

moment à toutes les entreprises »[806].

De plus, adoptant une approche analytique et neutre, le rapport reconnaît qu'il ne s'agit pas d'une seule définition ou d'une seule articulation de la gouvernance d'entreprise mais plutôt d'une application adaptée et de bonne foi. Il « n'existe pas d'inhérence positive à "la" gouvernance d'entreprise, mais que seules de bonnes pratiques en matière de direction et de contrôle de la société traduisent "une" bonne gouvernance » [807]. Évitant ainsi une application « stéréotypée » [808] ou de *box ticking*[809], cette interprétation neutre permet une plus grande souplesse d'application. Supposant donc une harmonisation des approches plutôt qu'une uniformisation, le principe permet aux entreprises, sous condition d'une application fidèle aux idéaux inhérents, de retrouver leurs bonnes pratiques ou bonne application.

Pourvu qu'ils se conforment à l'esprit de la régulation, le principe permet aux destinataires de s'écarter de certains éléments[810] supposés peu adaptés afin d'obtenir une meilleure efficacité[811]. Toutefois, une problématique fondamentale persiste. La flexibilité initiale prévue par le principe est supposée offrir une adaptabilité tout en préservant et amplifiant l'efficacité de la norme.

Cependant, et en pratique, cette flexibilité offre principalement une échappatoire aux entreprises réfractaires. En matière de finance durable, les acteurs financiers qui n'estiment pas les risques de durabilité pertinents à prendre en compte ou qui ne souhaitent pas veiller aux impacts négatifs de leurs agissements peuvent simplement le déclarer conformément au principe et éviter toute prise en compte même de l'esprit de la régulation. Ainsi, en appliquant l'option « expliquer » (ou « *explain* »), les entreprises peuvent décliner toute responsabilité malgré le préjudice causé par leurs décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité.

---

[806] I. Millstein et al., Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets: A Report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, *op. cit.* note 774
[807] B. Fasterling, J.-C. Duhamel, « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », Revue internationale de droit économique, 2009, vol. t. XXIII, 2, nº 2, pp. 129-157
[808] *Ibid.*
[809] Très souvent, les acteurs du marché critiquent l'application des exigences en matière d'ESG et de la finance durable en soulignant que la conformité devenant bureaucratique, ressemble plus à un exercice de « cocher les cases » plutôt qu'un exercice transformant effectivement la pratique.
[810] V. Harper Ho, « "Comply or Explain" and the Future of Nonfinancial Reporting », *op. cit.* note 800
[811] *Ibid.*

b. Le principe prévu pour mieux assurer la conformité

Le contexte règlementaire de la finance durable est marqué par une abondance de règles mises en place pendant une période étendue. De plus, la mise en place de ces normes exige des compétences nouvelles et une compréhension accrue d'enjeux longuement marginalisés, susceptibles de se développer et de s'approfondir au fil du temps[812].

En ce sens, il semble judicieux de prévoir des mécanismes de conformité de transition. En effet, la directive CSRD prévoit une série de nouvelles obligations de transparence pour les entreprises, notamment de mesurer, d'évaluer et de reporter les impacts qu'elles pourraient avoir sur les facteurs de durabilité sociaux et environnementaux au niveau de leurs activités et de leurs chaînes de valeur[813]. La collecte et l'analyse d'informations non financières n'est pas une nouveauté en soi[814]. Toutefois, la CSRD, en plus d'élargir considérablement le champ personnel d'application, consacre la « double matérialité », obligeant ainsi les entreprises à prendre en compte de nouveaux aspects de la performance extra-financière précédemment négligés. Tenant compte des difficultés prévisibles de mise en place de ces mécanismes nouveaux ou approfondis, la CSRD prévoit une période transitionnelle de trois ans avec l'application du principe « *comply or explain* » afin d'inciter les entreprises à se conformer en allégeant l'aspect répressif pendant une période initiale. Ainsi, lorsque l'entreprise n'est pas en mesure de fournir les informations demandées, elle doit expliquer ses efforts déployés et indiquer les raisons du manquement à ses obligations et prévoir les modalités de publication à l'avenir[815]. Le principe est consacré au chapitre dédié aux exigences générales de transparence, précisant le plan et l'organisation des obligations de transparence [816]. Lorsqu'une entreprise ne divulgue pas des informations nécessaires selon les exigences minimales en termes de politiques ou procédures internes, actions et cibles, elle doit nécessairement fournir les raisons pour ce

[812] *Ibid.*
[813] Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) n° 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *op. cit.* note 104
[814] Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, *op. cit.* note 103
[815] G. Norman et al., « Q&A: The EU Corporate Sustainability Reporting Directive – To Whom Does It Apply and What Should EU and Non-EU Companies Consider? », Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, 9 octobre 2023, https://www.skadden.com/insights/publications/2023/10/qa-the-eu-corporate-sustainability-reporting-directive
[816] ESRS 2, Annexe I, Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, *op. cit.* note 478

manquement[817]. Cette exigence d'explication est énoncée dans le chapitre introductif de manière générale et dans le cadre de chaque ensemble d'indicateurs thématiques, pour chaque politique, action et cible en matière environnementale, sociale et de gouvernance[818]. Ainsi, il est demandé à l'entreprise de fournir également un horizon de temps prévu pour rectifier la non-conformité et adopter les dispositions nécessaires.

L'obligation de fournir des précisions spécifiques pour chaque manquement évite une application faussée du principe « *comply or explain* », qui aurait permis aux entreprises réfractaires d'échapper à toute réflexion sur l'intégration des facteurs non financiers ou de durabilité en émettant des déclarations « stéréotypées » globales énonçant une supposée impertinence de ces enjeux. Ainsi, cette articulation de l'obligation « *comply or explain* » permet aux entreprises d'adopter une application sur mesure, en intégrant les facteurs réellement pertinents et en évitant une conformité de forme dénaturant le fond.

De manière générale, le principe semble permettre d'assurer une meilleure effectivité de mise en œuvre des règles. Dès le rapport de Cadbury, la notion de conformité issue d'une norme non contraignante est abordée. En effet, le rapport souligne que « l'amélioration des normes de gouvernance d'entreprise ne peut être obtenue uniquement par des structures et des règles. Celles-ci sont importantes car elles fournissent un cadre qui encourage et soutient la bonne gouvernance, mais ce qui compte, c'est la manière dont elles sont utilisées » [819]. Ainsi, le rapport soutient qu'il appartient aux organes de gouvernance à veiller à ce que les entreprises atteignent une conformité totale et bénéficient dès lors des avantages de celle-ci[820].

Cette notion de l'effective conformité revient également dans le cadre du questionnement sur le caractère libre et/ou contraignant du principe. D'un côté, la liberté octroyée aux destinataires peut leur permettre de mieux s'approprier la norme initiale et, dès lors, de mieux l'appliquer[821]. Cela est confirmé par l'AMF et de ses observations de

[817] 4.2 (§62), 5 (§72), ESRS 2, *Ibid.*
[818] Par exemple, §17, ESRS E1, *Ibid.*
[819] Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *op. cit.* note 775
[820] *Ibid.*
[821] A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *op. cit*. note 438, pp. 202-208

l'application du principe en pratique. Elle constate, dans son rapport de 2012, que « [son] intérêt réside dans sa souplesse puisqu'il constitue un stade intermédiaire entre l'autorégulation et l'encadrement de l'information – et sa capacité, par la transparence, à répondre aux attentes des investisseurs et à mettre en évidence les meilleures pratiques. »[822] En parlant spécifiquement de gouvernance, laquelle pourrait être aisément (et plus largement) transposée aux aspects ESG, John Pitseys observe que : « [l]e droit classique impose une contrainte extérieure à l'individu. La gouvernance entend orienter de l'intérieur son comportement : susciter des réflexes souhaitables, obtenir les régularités attendues, inciter à l'adoption d'une conduite jugée correcte. »[823] Réguler ce qui relève de l'intérieur, du subjectif, peut sembler difficile selon le schéma traditionnel de la contrainte et sanction. Ici, l'adhésion des destinataires est plutôt assurée en l'absence de sanctions[824], s'agissant plutôt de « la logique du droit négocié, non dans celle du droit imposé »[825]. En ce sens, le confirme Frédéric Zénati « la règle négociée s'impose non par la force exécutoire mais par sa vertu convaincante. »[826]

Le principe constitue un puissant incitatif pour que les entreprises améliorent leurs pratiques volontaires[827]. Cette flexibilité semble garantir une meilleure application de la norme initiale. Toutefois, cela suppose une application fidèle à l' « esprit » de la régulation, conditionnée par le principe lui-même ainsi qu'une qualité du fond de la mise en œuvre de la norme[828].

[822] Autorité des marchés financiers (AMF), Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 2012, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/rapport-2012-de-lamf-sur-le-gouvernement-dentreprise-et-la-remuneration-des-dirigeants

[823] J. Pitseys, « Le concept de gouvernance », Revue interdisciplinaire d'études juridiques, Presses de l'Université Saint-Louis, 2010, vol. 65, nº 2, pp. 207-228

[824] Une sanction naturelle relèverait en effet plutôt de l'ordre économique, supposant que le marché réagirait et en tirerait des conséquences de la non-conformité ou d'explications insuffisantes.
A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *op. cit.* note 438, pp. 202-208

[825] *Ibid.*

[826] F. Zenati, « La portée du développement des avis », L'inflation des avis en droit, Paris : Economica, Etudes juridiques comparatives nº2, 1998, pp. 101-112 ; cité par A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *op. cit.* note 438, pp. 202-208

[827] D. Mannella, « Le « comply or explain » (enfin !) détaillé : proposition de recommandation de l'UE », *op. cit.* note 769

[828] A contrario du suivi simplement de la forme indiquée.

Paragraphe 2. Les conditions d'une mise en œuvre efficace

L'efficacité du principe et, dès lors, de la norme sous-jacente dépend en majeure partie de la qualité de l'information fournie. Toutefois, l'enjeu principal réside dans l'information soutenant et justifiant la non-conformité. La qualité de l'explication conditionne en effet l'effectivité du principe « *comply or explain* ». Autrement, il ne ferait que légitimer la désobéissance. Le manque d'explications ou des explications lacunaires et injustifiées priveraient le principe de son essence[829] ; de quoi entraîner l'inefficacité de la norme initiale, si celle-ci semble pouvoir être écartée ou ne pas être appliquée correctement sans conséquences. En ce sens, l'encadrement de l'inexécution du principe est fondamental afin de garantir l'efficacité et la bonne application de la norme.

Se posent alors plusieurs questions. Quelle est la qualité d'information exigée ? Quel est le degré d'argumentation nécessaire ? L'entreprise devrait-elle démontrer l'impossibilité du « *comply* » pour mieux justifier le choix de l'option « *explain* » ? Dans ce cas, l'explication se concentre-t-elle sur l'obligation de moyens ou de résultat ?

Plusieurs articulations du principe, notamment dans le droit national, prévoient des conditions d'application précisant les exigences qualitatives quant aux explications (A.). D'un autre côté, un mécanisme de contrôle est nécessaire afin de veiller à la bonne application non seulement de la partie « se conformer » mais aussi de la partie « expliquer » (B.).

[829] S. Harnay, T. Sachs, K. Deckert, et al., « L'efficacité des codes de gouvernance. Perspectives comparées et pluridisciplinaires. », Rapport pour le GIP Mission de recherche Droit et Justice, 2017

A. Une conformité conditionnée

L'effectivité de la conformité du principe est notamment conditionnée par la qualité de l'information qui en ressort. Si celle-ci est inexacte, incomplète, mal renseignée, manipulée ou mal contextualisée, elle peut envoyer un signal trompeur au marché. Si le principe du « *comply or explain* » permet aux entreprises d'adopter une conformité hybride, il peut également contribuer à émettre une image faussée, voire une illusion de conformité, donc induire les destinataires de l'information en erreur[830]. De même, si la simple déclaration de conformité supposée avec la norme de gouvernance, ou de finance durable, envoie un signal positif par rapport à un acteur, et que d'un autre côté l'absence de cette déclaration envoie un signal négatif de non-conformité, le choix binaire peut sembler réducteur et dès lors trompeur par défaut[831].

Par conséquent, la qualité de l'information reportée et surtout du raisonnement explicité est primordiale, en plus de la déclaration elle-même[832]. Notamment, un encadrement de l'option « *explain* » est essentiel au fonctionnement du principe et permet de faire valoir la force normative de la règle sous-jacente. En l'absence de conditions précises, voire strictes, et en cas de non-conformité autorisée, la norme perd toute sa valeur et est privée de son essence.

En France, le principe du « *comply or explain* » a été consacré par deux codes de gouvernance d'entreprises portant diverses recommandations en la matière transposées du droit communautaire. Ces deux codes de gouvernance notamment le code Afep-Medef s'adressant aux grandes entreprises et le code Middlenext pour les petites et moyennes entreprises, consacrent ce principe et précisent les modalités de son application. Ces deux codes se distinguent également selon leur interprétation du principe, privilégiant respectivement l'option « *comply* » ou « *explain* » [833].

L'article 28-1 du code Afep-Medef souligne les conditions selon lesquelles une

[830] B. Fasterling, J.-C. Duhamel, « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *op. cit.* note 807, pp. 129-157
[831] *Ibid.*
[832] Financial Reporting Council, What constitutes an explanation under "comply or explain"?, Report of discussions between companies and investors, février 2012, https://media.frc.org.uk/documents/Report_of_discussions_between_companies_and_investors.pdf
[833] A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *op. cit.* note 438, pp. 202-208

explication de non-conformité peut être considérée comme valable[834]. En effet, si une entreprise choisit d'écarter une ou plusieurs recommandations du code, celle-ci doit fournir une explication « compréhensible, pertinente et circonstanciée »[835]. L'explication doit être développée et témoigner du contexte et de la situation particulière de l'entreprise justifiant de « manière convaincante » le choix de divergence avec la norme initiale[836]. De plus, l'entreprise doit « indiquer les mesures alternatives adoptées le cas échéant et décrire les actions qui permettent de maintenir la conformité avec l'objectif poursuivi par la disposition concernée du code. »[837]

Selon les conditions d'application du code de gouvernance d'entreprise, les entreprises ont effectivement le choix entre l'application fidèle des recommandations du code ou, lorsque cela est absolument inopportun pour l'entreprise au regard de sa situation spécifique, elle peut décider d'y déroger. Ainsi, l'inapplication du code doit être suffisamment motivée, le cas échéant l'entreprise serait en violation de son obligation.

En pratique, l'application du principe en France nécessite une grande quantité d'informations qualitatives afin de rendre le principe efficace. Cette interprétation restrictive du principe a ensuite été consacrée par l'AMF « les explications apportées doivent être détaillées et circonstanciées, et non pas relever de formulations générales et "polyvalentes" ou de pétitions de principe » [838]. Si l'entreprise déroge à la norme initiale et choisit l'option « expliquer », elle doit décrire par quel moyen alternatif elle s'efforce d'atteindre les objectifs de la disposition écartée et, à défaut, d'offrir une proposition substantielle du moment où elle estime pouvoir mettre en place les dispositions ou les moyens alternatifs de substitution[839].

---

[834] Association française d'économie politique (AFEP), Mouvement des Entreprises de France (MEDEF), « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (Code Afep-Medef) », décembre 2022, https://afep.com/publications/code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees/
[835] Article 28.1, *Ibid.*
[836] Haut comité de gouvernement d'entreprise, Guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, juin 2022
[837] Article 28.1, Association française d'économie politique (AFEP), Mouvement des Entreprises de France (MEDEF), Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (Code Afep-Medef), *op. cit.* note 834
[838] Autorité des marchés financiers (AMF), Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, *op. cit.* note 822
[839] P. Durand-Barthez, « Le principe "appliquer ou expliquer". Réflexions sur ses fondements et sa mise en œuvre dans le domaine du gouvernement d'entreprise », Cahiers de droit de l'entreprise, n° 2, mars 2016

Ainsi, selon les recommandations de l'Institut Français des Administrateurs, l'entreprise doit fournir des explications pertinentes des raisons pour lesquelles elle a écarté de façon exceptionnelle des dispositions spécifiques, et comment cette décision reste alignée avec l'esprit ou l'objectif de la mesure initiale[840].

Cette approche aurait pu être utilisée pour la lecture du principe « *comply or explain* » du règlement SFDR, gardant ainsi une vision incitative de la mise en conformité. La traduction des explications quant aux options de dérogation au règlement SFDR reste en pratique assez schématisées, peu contextualisées et reposent sur des phrases universelles quant à la supposée impertinence des facteurs de durabilité, sans explications ou spécifications additionnelles ; cela, en dépit de la doctrine de la Commission en la matière, dans laquelle il est précisé que les entreprises devraient « éviter d'utiliser des formules toutes faites »[841]. Cela s'explique en partie par le phénomène de pression des exigences uniformisant progressivement les explications données. Le système semble se refermer sur lui-même[842]. Si l'objectif ultime est la conformité, l'explication de la dérogation tend tout autant vers une expression normalisée et récurrente[843].

D'un autre côté, le code Middlenext, soutenant l'idée dominante d'autorégulation collaborative, invite les entreprises cotées à s'approprier les dispositions du code et à adopter des constructions de gouvernance qui leur sont propres[844]. Le code s'appuie sur une notion de la gouvernance raisonnable, laissant une grande liberté et marge d'appréciation aux entreprises. Cette position s'explique en partie par le fait que le code s'adresse principalement aux entreprises de moindre taille, ne disposant pas nécessairement de structures de gouvernance formalisées de la même façon que leurs concurrents de plus grande taille. Toutefois, il semble toujours pertinent d'expliquer la position prise et de

[840] D. De la Garanderie et al., Comply or explain : Guide pratique de mise en œuvre, *op. cit.* note 780
[841] DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT accompagnant le document: Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise et RECOMMANDATION DE LA COMMISSION sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise («appliquer ou expliquer»), SWD/2014/0126 final, 9 avril 2014
[842] A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *op. cit.* note 438, pp. 202-208
[843] *Ibid.*
[844] *Ibid.*

justifier le choix de dérogation de façon substantielle et contextualisée.

En pratique, cela n'a malheureusement pas été le cas. Une étude de la société Riskmetrics réalisée pour le compte de la Commission européenne a analysé la mise en pratique des dispositions de gouvernance d'entreprises issues de la directive 2006/46/CE[845]. Cette étude révèle que la qualité des explications en cas de dérogation a été, dans la majorité des cas, insuffisante par rapport aux exigences prévues. En effet, dans plus de 60 % des cas, les entreprises se sont contentées d'énoncer leur choix de dérogation sans fournir d'explications spécifiques ou approfondies[846].

Pour cela, la bonne application de ce principe dépend du niveau de maturité du marché destinataire[847] ainsi que du temps. Selon les rapports de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, les informations publiées s'améliorent chaque année en quantité comme en qualité, soulignant le lien étroit entre l'efficacité du principe et le degré de sensibilisation des destinataires[848].

[845] RiskMetrics Group, Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, 2009, https://www.guberna.be/en/know/study-monitoring-and-enforcement-practices-corporate-governance-member-states
[846] *Ibid.*
[847] B. Fasterling, J.-C. Duhamel, « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *op. cit.* note 807, pp. 129-157
[848] A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *op. cit.* note 438, pp. 202-208

B. Une conformité contrôlée

Pour garantir l'efficacité du principe, il faut nécessairement établir un mécanisme de contrôle, non seulement dans les cas de l'application et de l'exécution des obligations mais aussi et surtout dans le cas contraire afin de ne pas offrir d'échappatoires injustifiées aux entreprises laxistes. Toutefois, l'autorégulation reste une notion phare du domaine de la finance, supposant que le marché des capitaux est adapté et en mesure de contrôler et d'évaluer la conformité de ses participants[849]. Ainsi, le contrôle du principe « *comply or explain* » s'inscrit dans un contexte particulier d'émergence des normes privées comme le code de gouvernance de l'Afep-Medef. Au vu de leur genèse par les acteurs privés du marché, l'État ou les institutions publiques sont estimés n'avoir qu'un rôle subsidiaire dans le contrôle d'application[850], permettant un positionnement dominant soit d'un contrôle interne, soit d'un contrôle par les institutions privées.

Ainsi, à l'origine du principe, les codes de gouvernance constituaient la principale source de règles et de recommandations relatives aux mécanismes de contrôle, surtout en matière de contrôle interne et de conflits entre les actionnaires et dirigeants ou les actionnaires minoritaires et majoritaires[851].

L'État n'étant plus à l'origine des normes consacrant le principe « *comply or explain* », par conséquent il n'en est plus considéré le garant[852]. La loi du 3 juillet 2008 exclut les dispositions assujetties au principe de tout contrôle même interne. En effet, la loi distingue les informations spécifiques comptables et financières qui nécessitent un contrôle interne et les informations issues du principe dont la seule existence en cas de « *comply or explain* » doit être relevée, sans qu'aucun contrôle de forme ou du fond soit exigé[853].

[849] A. Elage, A. Dardour, « L'impact de l'approche « appliquer ou expliquer » sur le degré de conformité des entreprises aux codes de gouvernance », *op. cit.* note 768, pp. 15-36
[850] A.-L. Boncori, I. Cadet, « Le comply or explain, un avatar de l'accountability », Revue française de gestion, 2013, vol. 237, n° 8, pp. 35-55
[851] A. Elage, A. Dardour, « L'impact de l'approche « appliquer ou expliquer » sur le degré de conformité des entreprises aux codes de gouvernance », *op. cit.* note 768, pp. 15-36
[852] *Ibid.*
[853] B. Fasterling, J.-C. Duhamel, « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *op. cit.* note 807, pp. 129-157

Par ailleurs, l'Autorité des marchés financiers, dans son rapport annuel dédié à la gouvernance d'entreprise, précise son rôle et les délimitations d'un éventuel contrôle à faire[854]. L'AMF précise qu'il s'agit d'une démarche statistique plutôt que d'un réel contrôle d'effectivité des déclarations[855]. Les entreprises sont encouragées à faire progresser leurs communications et à améliorer la qualité de la transparence, mais aucune appréciation de l'application du principe, dès lors aucune appréciation du respect de la norme initiale, n'est effectuée[856].

Cette approche s'est généralisée en Europe avec un nombre de régulateurs de marché ayant adopté la même posture[857]. Une hypothèse qui pourrait expliquer cette position est que, pour un réel contrôle d'effectivité, les commissaires aux comptes et les régulateurs auraient besoin de compétences techniques en matière de gouvernance ainsi que de ressources financières et humaines importantes pour pouvoir réellement assurer les audits.

Cela est aussi applicable au principe issu des normes de la finance durable où, en pratique et à part un contrôle par le régulateur préalable à la commercialisation d'un produit,[858] peu est fait pour vérifier l'application effective du principe en dehors de la simple reconnaissance de l'existence des déclarations ou de documents exigés.

La directive CSRD prévoit la vérification des rapports de durabilité par un commissaire aux comptes ou un organisme tiers indépendant (OTI), appliquant les

[854] Autorité des marchés financiers (AMF), Rapport 2004 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne, janvier 2005, https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/rapport_etude_analyse/gouvernement_entreprise/Rapport%202004%20de%20l%27AMF%20sur%20le%20gouvernement%20d%27entreprise%20et%20le%20controle%20interne.pdf
Cité par B. Fasterling, J.-C. Duhamel, « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *op. cit.* note 807, pp. 129-157
[855] NEP-9505. Procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière - Rapport du commissaire aux comptes sur le rapport du président, homologué par arrêté du 21 juin 2011 publié au J.O. .n°0178 du 3 août 2011, https://doc.cncc.fr/docs/nep-95053
Cité par B. Fasterling, J.-C. Duhamel, « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *op. cit.* note 807, pp. 129-157
[856] *Ibid.*
[857] *Ibid.*
[858] Voir *infra,* Section 2. Le régulateur – l'autorité clé de la finance responsable, du Chapitre II, de la Partie II

standards d'assurance européens et des règles issues de la directive et du règlement Audit [859]. Dans un premier temps, le niveau d'assurance « limité » est exigé[860]. Il s'agit d'une vérification superficielle dont la conclusion est « généralement exprimée sous une forme négative, par laquelle le praticien déclare n'avoir constaté aucun élément lui permettant de conclure que l'objet de l'audit est entaché d'inexactitudes significatives » [861]. Ainsi, il est peu probable que ce contrôle veille de façon qualitative à la bonne exécution du principe « *comply or explain* ».

À partir de 2028, le niveau d'assurance susceptible de se renforcer progressivement vers le niveau « raisonnable », équivalent aux informations financières. Le volume et l'approfondissement du travail seront nettement plus importants que dans le cadre de l'assurance « limitée » [862]. Dans un premier temps, les contrôleurs légaux sont obligés d'émettre des avis portants « sur la conformité de l'information en matière de durabilité avec les normes d'information en matière de durabilité de l'Union, sur le processus mis en œuvre par l'entreprise pour déterminer les informations publiées conformément aux normes d'information en matière de durabilité et sur le respect de l'obligation de baliser l'information en matière de durabilité » [863]. La vérification initiale vise ainsi à veiller sur la manière dont les obligations de transparence ont été adoptées et respectées par les entreprises. Cela comprend l'application du principe « *comply or explain* ».

Bien que cela ne garantisse pas un contrôle pertinent et approfondi de l'exécution du principe, l'approche progressive permet un développement graduel du marché de l'assurance ainsi que des pratiques de transparence d'entreprise. Cela mène, même indirectement, à une meilleure effectivité du principe et une meilleure conformité sur le fond.

Ainsi, un réel contrôle de l'exécution du principe, en particulier le contrôle externe approfondi, reste complexe à envisager, même en matière de finance durable. Cela est susceptible de changer avec le temps et avec l'évolution des pratiques du marché et des

[859] Autorité des marchés financiers (AMF), « Le reporting de durabilité CSRD : se préparer aux nouvelles obligations », AMF, février 2024, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/le-reporting-de-durabilite-csrd-0
[860] Article 26 bis, Modifications de la directive 2006/43/CE, Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *op. cit.* note 104
[861] §60, *Ibid.*
[862] §60, *Ibid.*
[863] §60, *Ibid.*

compétences des acteurs dans le domaine. Notamment, la directive CSRD ne mentionne, pour l'instant, aucunement le contrôle du principe, cependant l'étendue de la mission sera précisée et uniformisée lorsque la Commission adoptera l'acte délégué quant à l'assurance raisonnable de l'information en matière de durabilité, prévu au plus tard le 1er octobre 2028[864].

Le principe de « *comply or explain* » offre une flexibilité idéale en matière de finance responsable supposant une application maîtrisée des mécanismes sophistiqués et complexes. Il permet ainsi une transition graduelle et progressive à condition d'une mise en œuvre fidèle et contrôlée du principe.

[864] §60, *Ibid.*

Section 2. L'obligation de transparence indirectement efficace

Considérant le nombre croissant d'initiatives, de politiques et de produits durables, il semblerait que le secteur financier ait véritablement intensifié son implication et ses ambitions en matière de développement durable. Les diverses initiatives normatives ont fortement incité les acteurs financiers à agir sur les questions de durabilité, en particulier quant à la lutte contre le réchauffement climatique. Les normes, qu'elles eussent été obligatoires ou volontaires, régissant la transparence des divers aspects des activités des acteurs financiers et industriels ont joué un rôle majeur dans cette nouvelle impulsion vers une finance responsable et durable. Leur objectif primaire restant la transparence en matière de durabilité, ces normes ont poussé indirectement les acteurs à considérer les facteurs de durabilité dans leurs activités et stratégies et à mettre en place d'éventuels processus de collecte, d'évaluation et de divulgation de données environnementales et sociales par la suite. Les acteurs, à l'occasion de leur mise en conformité avec ces normes de transparence, par peur du risque de réputation ou de responsabilité ou par envie de saisir l'opportunité, ont entrepris de réelles initiatives à ces sujets, voire ont amélioré leur performance en matière de durabilité.

De réels questionnements subsistent, néanmoins, quant aux résultats tangibles de ces actions[865]. Ainsi, se pose la question d'une efficacité matérielle indirecte des normes de transparence pour contraindre effectivement le comportement et obtenir des résultats concrets en termes de réduction de l'impact négatif sur les facteurs de durabilité ou d'augmentation de l'impact positif.

L'efficacité de la norme de transparence peut aussi être rapprochée de la notion de l'efficience des marchés financiers, définie d'un côté par l'« efficience informationnelle » et d'un autre côté par l'« efficience allocative ». Respectivement, ces deux termes signifient

[865] Indépendamment du fait que la mobilisation des capitaux et des acteurs reste toujours fortement inférieure à ce qui serait nécessaire pour rendre les économies résilientes, inclusives et respectueuses des droits de l'Homme.
S. Black, F. Jaumotte, P. Ananthakrishnan, « World Needs More Policy Ambition, Private Funds, and Innovation to Meet Climate Goals », IMFBlog, 27 novembre 2023, https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/11/27/world-needs-more-policy-ambition-private-funds-and-innovation-to-meet-climate-goals

la capacité du marché à traiter correctement et rapidement de nouvelles informations, et la capacité d'allouer le capital de façon optimale[866]. Les deux efficiences sont dès lors interdépendantes, les marchés étant tributaires d'informations complètes, cohérentes et véridiques pour pouvoir prétendre à prendre de bonnes décisions d'allocation[867]. En ce sens, les marchés sont conditionnés dans leur « efficience allocative » par l'efficacité matérielle directe des normes de transparence. Toutefois, comme vu précédemment, une certaine valeur spéculative des informations ESG et de durabilité persiste[868], remettant en question la fiabilité des signaux envoyés et rendant la prise de décision difficile. Une supposition est que la transparence obligatoire pourrait harmoniser les pratiques de divulgations et rendrait dès lors les informations transmises plus crédibles et utiles[869]. Les normes de transparence européennes régissant à la fois les entreprises et les investisseurs semblent combler les lacunes précédemment laissées et harmoniser les pratiques.

Les régulateurs autant que les législateurs nationaux et régionaux choisissent davantage la transparence comme axe principal de responsabilisation des acteurs du marché supposant une efficacité indirecte (Paragraphe 1). Malgré les progrès considérables, ce pari se révèle possiblement insuffisant tant il nécessite un horizon de temps important, face à une urgence climatique et sociétale grandissante (Paragraphe 2).

[866] Allocation optimale sous-entend faire un maximum de profit, en achetant un titre au plus bas de sa valeur et en le vendant au plus haut, tout en évitant le risque financier pouvant survenir.
J. El-Hage, « Fixing ESG: Are mandatory ESG disclosures the solution to misleading ESG ratings? », *op. cit*. note 680
[867] C. Williams, J. Fisch, Petition to SEC for Rulemaking on Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure, 9 octobre 2018, https://corpgov.law.harvard.edu/2018/10/09/petition-to-sec-for-rulemaking-on-environmental-social-and-governance-esg-disclosure/
[868] Voir *supra*, B. Une application entièrement spéculative, du Paragraphe 2, de la Section 1, du Chapitre II, de la Partie I
[869] C. Williams, J. Fisch, Petition to SEC for Rulemaking on Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure, *op. cit.* note 867

Paragraphe 1. Réglementer la contrainte par la transparence : une efficacité supposée

L'objectif d'une obligation de transparence est simplement de rendre publiques et accessibles certaines informations. Elle peut, toutefois, être un puissant outil pour remettre en cause et encadrer les agissements et les processus sources de ces informations. La transparence peut mettre la pression sur les acteurs frileux pour leur réputation et surtout par rapport au risque de responsabilité. Un travail d'introspection, examinant les modes opératoires et les confrontant aux standards et pratiques de marchés[870] est nécessaire pour que les informations divulguées ne portent pas de préjudice. Ainsi, l'analyse de conformité avec les obligations de transparence dépasse la question de l'existence de l'information et de sa publication. Il s'agit pour les acteurs d'une vraie occasion de s'interroger et éventuellement de repenser leurs pratiques[871].

Au sujet de la gouvernance d'entreprise, l'efficacité indirecte de l'obligation de transparence a déjà été confirmée : « le simple fait que les sociétés soient tenues (...) de divulguer des informations et de s'expliquer sur leur structure de gouvernement ou sur certaines de leurs actions, les incite à renoncer à toute structure non conforme à ce qui est considéré comme meilleure pratique, ainsi qu'à éviter toute action enfreignant leurs obligations fiduciaires ou les exigences règlementaires ou qui serait potentiellement critiquable, là encore, parce que non conforme aux meilleures pratiques »[872]. Les obligations de transparence assurent le bon fonctionnement des marchés en disciplinant les opérateurs économiques qui, à travers cet exercice de divulgation, font la promotion de comportements et de valeurs éthiques.[873]

Par ailleurs, l'impact indirect de ces obligations peut être différent en fonction de si les données et les informations demandées existent déjà ou sont complètement nouvelles.

---

[870] D. De la Garanderie et al., Comply or explain : Guide pratique de mise en œuvre, *op. cit.* note 780
[871] *Ibid.*
[872] J. Winter, Report of the high level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, "The Winter Report", European Commission, 2002, https://www.ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf
Cité par D. De la Garanderie et al., Comply or explain : Guide pratique de mise en œuvre, *op. cit.* note 780
[873] *Ibid.*

En effet, si la simple publication des informations issues des processus et des engagements déjà existants incite les acteurs à revoir et encadrer leurs pratiques, l'obligation de publier des informations entièrement inédites, nécessite un effort tout autre.

En matière de finance durable, il s'agit notamment des informations qui en large majorité n'existaient pas avant la publication des normes telles que SFDR, Taxonomie et CSRD. Les obligations de transparence issues de ces normes ont obligé les investisseurs (A) et les entreprises (B) à repenser leurs stratégies, leurs activités, leurs processus ainsi que de mettre en place des outils et des politiques entièrement nouveaux. Si les notions de finance durable, responsable et verte dépassent les normes européennes du plan d'action, la qualité et la quantité d'informations nécessaires et d'acteurs mobilisés sont d'une nouvelle importance.

A. L'efficacité des normes de transparence régissant les investisseurs

Plusieurs normes énoncent les obligations en matière de durabilité quant aux investisseurs, comme le règlement SFDR[874], la doctrine 2020/03 du régulateur français AMF[875] et la loi Énergie-Climat et particulier son article 29[876].

Le règlement SFDR, tel que précisé précédemment, nécessite la publication de politiques et d'informations au niveau de l'entité et des produits financiers intégrant, pour la première fois, la notion de double matérialité. Les articles 6 et 4 imposent une explication de la stratégie globale de prise en compte des risques de durabilité et incidences négatives[877]. Ces articles, en plus du principe « *comply or explain* », laissent une marge de subjectivité aux acteurs financiers dans leur articulation de stratégies sans prévoir d'obligations concrètes sur la mise en place.

[874] Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
[875] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 27 juillet 2020, *op. cit.* note 562
[876] Article 29, LOI n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat, NOR, vol. TREX1911204L, 8 novembre 2019
[877] Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

Toutefois, cet exercice nécessite un réel diagnostic des activités par rapport aux critères de risques et d'incidences négatives. L'intégration de la double matérialité dans le devoir de transparence transforme réellement l'approche des acteurs financiers. Notamment, les incidences négatives n'étaient précédemment qu'exceptionnellement suivies, car estimées peu matérielles du point de vue financier. Les dispositions du règlement délégué précisent l'obligation des acteurs de rapporter leurs impacts environnementaux et sociaux au niveau de l'entreprise et de chaque produit, uniformisant leur mesure et leurs périmètres[878].

Indirectement, les acteurs doivent en prendre conscience, mettre en place un suivi pour chacun des critères à différents périmètres et par la suite publier régulièrement leurs progrès. Aucune obligation ne leur incombe en termes de réduction de l'impact négatif ou de seuil à ne pas dépasser, l'obligation de transparence devient, dès lors, un inventaire de préjudices. Cependant, il reste concevable que la simple transparence encourage un changement de comportement et une amélioration d'impact.

Ainsi, les règlements délégués du règlement SFDR introduisent des obligations de transparence portant des engagements chiffrés et des résultats qualitatifs et quantitatifs explicitant le niveau de l'atteinte de ces engagements[879]. Les standards techniques omettent de définir des stratégies précises de gestion de portefeuilles, mais à travers une liste de questions guident les gérants des produits financiers classifiés aux articles 8 et 9, à définir eux-mêmes leurs engagements et d'expliciter les stratégies mises en place pour y

[878] Annexe I, Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à «ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit.* note 434
Règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *op. cit*. note 435

[879] Annexes II, III, IV, V, Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à «ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit.* note 434
Règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *op. cit.* note 435

parvenir[880].

Avec l'application du règlement délégué depuis le 1er janvier 2023, le schéma des documents de transparence est précisé et standardisé, ce qui met en place des exigences plus granulaires, forçant une application plus ambitieuse.

La doctrine de l'AMF adopte une autre approche de la régulation de la transparence des produits financiers en matière de finance responsable[881]. Elle précise et développe des exigences pour les produits commercialisés en France qui prétendent avoir des engagements ESG dans leurs communications afin de réduire les instances d'écoblanchiment. La doctrine émet les obligations en matière de stratégies de gestion que les acteurs doivent mettre en place s'ils veulent commercialiser leurs produits en tant que responsables. Les produits dont l'ESG est l'élément central de communication doivent choisir parmi différentes stratégies limitativement énumérées afin de justifier de leur engagement. Cette approche de l'obligation de transparence contient des standards sous-jacents contraignant le comportement et dépassant les dispositions sur la divulgation.

Toujours avec une certaine flexibilité, la doctrine contraint et oriente la gestion des portefeuilles. Toutefois, elle met en place des règles à suivre uniquement pour les fonds qui « *comply* ». D'un côté, cela semble créer un déséquilibre car la doctrine n'intéresse qu'une certaine catégorie d'investisseurs et de produits financiers, et y applique l'ensemble des règles[882]. D'un autre côté, tout autre fonds qui opte pour l'option « *explain* », en cas d'aucune prise en compte des critères extra-financiers, n'est assujetti à presque aucune règle de diligence raisonnable, ou de veille à l'impact négatif de ses activités.

La doctrine AMF reste peu harmonisée avec les autres approches et leur contenu,

---

[880] Annexes II, III, Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à «ne pas causer de préjudice important» et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit.* note 434
Règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *op. cit.* note 435

[881] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 27 juillet 2020, *op. cit.* note 562

[882] Position 2 et 2 bis, *Ibid.*

néanmoins elle comprend des obligations concrètes, même si ces dernières restent très peu exigeantes en pratique.

La loi Énergie-Climat traduit et approfondit les obligations issues du règlement SFDR. En particulier, elle précise l'obligation de tenir compte des risques liés à la biodiversité et au changement climatique dans la politique relative aux risques en matière de durabilité[883]. Le législateur choisit d'intégrer les dispositions relatives à la biodiversité uniquement sous forme de risque, omettant l'obligation d'analyser, de suivre et de reporter les impacts négatifs. Cela diminue fortement l'impact indirect de cette législation en matière de protection de la biodiversité, menacée de façon croissante par des activités économiques. Toutefois, l'accent mis sur ce sujet permet une prise compte constituant a minima un premier pas vers l'intégration de la protection de la biodiversité dans les stratégies d'entreprise et de portefeuilles.

De plus, l'article 29 nécessite des sociétés de gestion de préciser dans leurs rapports annuels les moyens mis en œuvre pour contribuer à la transition énergétique et écologique ainsi que la façon dont les méthodologies utilisées sont appliquées[884]. Cela oblige les acteurs à expliciter en termes tangibles et pratiques les moyens humains, techniques et financiers dédiés à la finance durable et à la contribution positive à la transition.

Concrètement, ces obligations de transparence ont poussé les entreprises à mettre en place les contrôles *pre* et *post-trade,* avant et après chaque passation d'ordre au sein du portefeuille. Ces contrôles permettent de vérifier que les achats et les ventes de titres sont réalisés en conformité avec les engagements énoncés des produits financiers et que ces arbitrages n'affectent pas négativement les ratios auxquels le portefeuille s'est tenu[885].

[883] 3°, Article 29, LOI n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat, *op. cit.* note 876
[884] *Ibid.*
[885] Par exemple, en appliquant les stratégies d'exclusions, tel que précédemment vu, le portefeuille peut être engagé à allouer 0% de son actif net aux entreprises en violation des droits de l'Homme, ou celles qui produisent des énergies fossiles. À chaque passation d'ordre, le gérant est obligé de veiller à ce que ces engagements soient respectés.

Les normes exigeant la transparence ont permis, pour la grande majorité des cas, d'éduquer les sociétés de gestion et d'exiger la mise en place de plusieurs procédures changeant effectivement leurs comportements. Toutefois, une grande méconnaissance et incompréhension des réglementations persiste en pratique, principalement du fait de leur constante évolution.

B. L'efficacité des normes de transparence régissant les entreprises

La norme phare concernant les entreprises est la directive CSRD[886]. La directive prescrit l'obligation de transparence pour les entreprises en matière de durabilité, visant l'adoption d'une approche équivalente et intégrée aux rapports financiers avec des données et des informations harmonisées, reportées de manière standardisée et auditée par le commissaire aux comptes. Cette approche prometteuse contribue à atteindre une plus grande visibilité des impacts environnementaux, sociaux, sociétaux et de gouvernance des activités le long de la chaîne entière de valeur et d'approvisionnement[887], ainsi qu'une plus grande fiabilité des rapports extra-financiers.

La directive définit les domaines pour lesquels toute entreprise doit reporter ses informations. Ainsi, les entreprises doivent appliquer ces exigences minimales conjointement avec les exigences thématiques et sectorielles correspondantes. Pour les critères qui ne relèvent pas de l'obligation générale, les entreprises doivent effectuer une analyse de double matérialité, afin de déterminer les facteurs pertinents à intégrer dans l'exercice de transparence, en raison de leur impact financier et de durabilité. En fonction des résultats d'analyse de double matérialité, les entreprises reporteront, pour chacun des facteurs de durabilité estimé matériel : leurs stratégies, les risques et les impacts ainsi que leurs engagements et les résultats atteints. Cette analyse se base sur les évaluations de matérialité financière et d'impact des risques et incidences en prenant en compte les intérêts et les appréciations des différentes parties prenantes de chaque entreprise[888]. L'analyse de matérialité fait ressortir de façon graduelle la pertinence des questions de durabilité, permettant de reporter presque uniquement sur les critères importants pour l'entreprise en question en termes de risques et opportunités tangibles. Cela réduit considérablement le

[886] Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *op. cit.* note 104

[887] Les standards de transparence prévus pour l'application de la directive intègrent directement les indicateurs sur la chaîne de valeur et d'approvisionnement des fournisseurs aux utilisateurs finaux et aux communautés affectées.
ESRS S2, S3, S4 Annexe I, Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, *op. cit.* note 478

[888] Article 1er, Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *op. cit.* note 104

nombre de critères de performance devenus importants avec la directive[889], pour lesquels les entreprises devraient mettre en place des procédures granulaires, complexes et potentiellement coûteuses[890].

Cette analyse de matérialité couplée à l'analyse des lacunes et des écarts (*gap analysis*) guide le travail de transparence, avec la mise en place des processus et des mécanismes de suivi des KPIs et de la collecte, l'analyse et la consolidation des données le long de la chaîne de valeur et d'approvisionnement[891]. Cela comprend les sociétés filles, les sociétés détenues, les filiales, les succursales, les sous-traitants et même les fournisseurs. Ces mécanismes doivent être standardisés, vérifiables et la donnée doit être précise et traçable. De plus, cela nécessite la formation d'effectifs chargés de la mise en application de l'obligation de transparence, de la définition de la stratégie au sein des organes de gouvernance et de gestion, à son application jusqu'au personnel chargé de la collecte sur le terrain.

L'Annexe I au règlement délégué 2023/2772 énonce les standards de transparence en matière de durabilité (ESRS)[892] suivant un schéma dépassant la simple transparence quantitative indépendante du modèle d'affaires et du fonctionnement de l'entreprise. En effet, ESRS 2 portant sur les exigences générales de divulgation est organisé en quatre domaines principaux : la gouvernance, décrivant les processus, contrôles et procédures de contrôle utilisés pour définir, gérer et suivre les impacts, les risques et les opportunités en matière de durabilité ; la stratégie, expliquant l'intégration et l'interaction de la stratégie d'entreprise et du modèle d'affaires avec ses impacts, risques et opportunités significatifs ; les mesures de gestion des impacts, risques et opportunités, comprenant les mesures d'identification et d'évaluation des indicateurs pertinents, et de leur gestion à travers la mise en place de politiques et actions ; et, enfin, les indicateurs et objectifs mesurant la

[889] Les standards techniques ESRS prévoyaient plus de milles critères environnementaux, climatique, sociaux et de gouvernance.
Annexe I, Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, *op. cit.* note 478
[890] *Ibid.*
[891] Préambule, §33, Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *op. cit.* note 104
[892] En anglais, European Sustainability Reporting Standards (ESRS)

performance et les progrès de l'entreprise par rapport à ces indicateurs[893].

L'ESRS 2 et les ESRS thématiques encadrent les exigences minimales pour les entreprises, les obligeant à se prononcer sur les politiques, les actions, les indicateurs et les objectifs mis en place en matière de durabilité ainsi que pour chacun des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance déterminés comme matériels[894]. Par la suite, les ESRS thématiques développent d'autres indicateurs additionnels pour inciter les entreprises à préciser, qualifier et quantifier leurs approches.

Cette structure d'obligation de transparence constitue un schéma fortement incitatif pour la mise en place de stratégies RSE bien intégrées dans le modèle d'affaires et le fonctionnement opérationnel, pour l'établissement des engagements tangibles et pour le changement effectif de comportement. Toutefois, pour qu'une obligation de transparence conditionne réellement cette transition, elle doit nécessairement véhiculer les principes et les perspectives perçus comme pertinents et doit atteindre une certaine granularité. En ce sens, l'application de l'obligation de transparence suivant uniquement les exigences minimales semble moins susceptible d'atteindre ce niveau d'efficacité indirecte. D'un autre côté, une application fidèle et complète de ces obligations de transparence permet aux entreprises intéressées d'en ressortir une feuille de route parfaitement adaptée pour les guider dans la transition vers des modèles économiques plus durables et respectueux du vivant.

La grande souplesse et élasticité de conformité prévue par la directive, assure qu'un large spectre d'entreprises, indépendamment de leurs convictions ou valeurs éthiques, prennent de façon concrète les facteurs de durabilité dans leur fonctionnement concrétisant ainsi l'efficacité de l'obligation principalement de transparence.

[893] 1.2 (§12), ESRS 1, Annexe I, Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, *op. cit.* note 478
[894] 1.2 (§13), ESRS 1, *Ibid.*

Par ailleurs, l'accroissement de la demande de données entraîne également l'amélioration de leur disponibilité et avec le temps, de leur qualité. L'application de la Taxonomie européenne[895] teste cette hypothèse. La classification des activités économiques durables permet aux investisseurs d'identifier les opportunités d'investissement contribuant réellement au développement durable et à la transition écologique. Cette approche scientifique oblige les entreprises à analyser leurs activités et à se prononcer sur leur durabilité en reliant leurs paramètres financiers avec l'évaluation de la taxonomie. Tel que précédemment noté, l'alignement avec la Taxonomie et, par extension, la durabilité d'une activité économique, est déterminée par trois conditions, notamment la contribution de manière substantielle à un des six objectifs environnementaux, l'absence de préjudice significatif (DNSH) et le respect des standards minimaux. Le principe de l'absence de préjudice vise à empêcher que les activités supposées durables aient un impact négatif sur les autres facteurs et objectifs de durabilité. Il a été adopté afin d'éviter l'écoblanchiment parmi les activités durables et une focalisation limitative à courte vue sur certains objectifs durables en dépit des autres[896]. Le principe DNSH, tel que prévu par la Taxonomie, vise uniquement les critères environnementaux.

De plus, la condition du respect des garanties minimales assure l'évaluation des critères sociaux dans l'analyse de durabilité. Ainsi, les activités économiques entraînant un préjudice social[897] ne sauraient être considérées comme durables au nom de la Taxonomie.

Le régulateur européen définit le principe DNSH[898], soulignant les critères techniques avec lesquels l'activité doit être alignée afin d'être considérée durable. En ce sens, les entreprises doivent évaluer l'entièreté de leurs activités et celles qui seront éligibles, les analyser en fonction de critères stricts, environnementaux et sociaux, et reporter la proportion de leur chiffre d'affaires, leur CAPEX et leur OPEX alignés. Cet

[895] Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88

[896] T. Taganova, « Deciphering the DNSH: What is the difference between EU Taxonomy and SFDR Regulations for Sustainable Investing? », Briink, 19 janvier 2023, https://www.briink.com/post/dnsh-difference-between-eu-taxonomy-and-sfdr

[897] Les activités économiques doivent respecter les normes suivantes pour attester de leur respect des garanties minimales. Notamment, il s'agit des Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales, des Principes directeurs des Nations Unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'Homme, de la déclaration relative aux principes et droits fondamentaux au travail de l'Organisation internationale du travail (OIT), des huit conventions fondamentales de l'OIT et de la Charte internationale des droits de l'Homme.

[898] European Securities and Markets Authority (ESMA), 'Do No Significant Harm' definitions and criteria across the EU Sustainable Finance framework, n° ESMA30-379-2281, 22 novembre 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2281_Note_DNSH_definitions_and_criteria_across_the_EU_Sustainable_Finance_framework.pdf

exercice de transparence permet aux entreprises d'inspecter soigneusement leurs agissements et leurs produits en utilisant les critères techniques et scientifiques comme guides de durabilité.

Ainsi, les investissements verts étant progressivement axés sur les résultats des évaluations de la Taxonomie, les entreprises sont fortement incitées à utiliser ces schémas non seulement pour reporter leurs activités mais aussi les transformer, afin d'augmenter les proportions divulguées.

Que ce soit pour se mettre en conformité avec les obligations de transparence déjà existantes, ou pour préparer les mécanismes pour les obligations à venir, les entreprises mobilisent des budgets et des moyens conséquents[899]. Elles forment les effectifs de tous les niveaux hiérarchiques, des conseils d'administration à la gestion en passant par les effectifs opérationnels. Cette sensibilisation croissante sur les sujets de la durabilité permet non seulement une meilleure application des obligations de transparence mais aussi une meilleure appréhension de l'interaction entre les modèles économiques et les facteurs de durabilité, ainsi qu'une meilleure gestion de celle-ci.

En ce sens, un réel changement s'annonce, avec un semblant d'omniprésence des enjeux et des notions liées à la durabilité dans les discussions et les stratégies d'entreprises. Cela contribuera, par la suite, à ouvrir la voie à une réelle prise en considération de ces enjeux au niveau des activités, des décisions opérationnelles et stratégiques, des modèles d'affaire et de la gouvernance de l'entreprise.

Cela étant, l'ampleur des obligations de transparence monopolise les ressources autrefois consacrées aux pôles RSE. Les effectifs dédiés à la mise en place des stratégies écologiques et sociales, abordant les enjeux tangibles de la durabilité, sont en grande partie voués à l'intégration des processus nécessaires à la conformité avec les obligations de

[899] Selon une étude sur les moyens nécessaires pour le déploiement de la CSRD, publiée en juin 2024, les entreprises estiment que les besoins financiers, humains et technologiques pour l'application des exigences des obligations de transparence issues de la CSRD sont considérables et en représentent des principaux enjeux et difficultés de la mise en conformité. PricewaterhouseCoopers, Global CSRD Survey 2024, juin 2024, https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/global-csrd-survey.html

transparence et ce, en dépit de leurs précédentes responsabilités. Cela est soutenu par la proposition Omnibus de l'Union européenne visant à simplifier les obligations de transparence et réduire les coûts dédiés à la mise en conformité avec les normes de la finance durable[900]. L'exercice de la transparence et la considération des facteurs de durabilité sont ici considérés comme des coûts injustifiés et ainsi des freins à la compétitivité, malgré peu de preuve en ce sens[901]. La mise en conformité étant la plus coûteuse et complexe pour les acteurs, objets des diverses obligations en matière de durabilité, ces enjeux sont censés diminuer graduellement avec le temps[902]. Toutefois, l'insécurité juridique, provoquée par les propositions de démantèlement du Pacte vert et du Plan d'action pour la finance durable[903], maintient ces coûts élevés et mène à une instabilité et une imprévisibilité des obligations de conformité.

La transparence constitue une première étape pour acter le changement[904], permettant de diagnostiquer les risques externes, d'observer les problèmes internes, de percevoir les impacts négatifs et leur étendue et d'ouvrir la voie par la suite aux plans d'actions et d'optimisations. La transparence, à elle seule, peut ne pas suffire pour résoudre les problèmes ni même à prévenir ou limiter considérablement les impacts négatifs. Toutefois, cela dépend également du degré de transparence exigé. Les deux mécanismes de la CSRD et de la Taxonomie semblent, avec leur granularité exigée, susceptibles de guider le marché vers une réelle transformation, conditionnés effectivement par la bonne foi de ses participants[905].

---

[900] Commission Européenne, « Commission simplifies rules on sustainability and EU investments », Communiqué de Presse, 26 février 2025, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_614
Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, *op. cit.* note 105

[901] N. Runyon, « EU's omnibus proposal: Debunking the myth that sustainability compliance hinders competitiveness », Thomson Reuters Institute, 28 avril 2025, https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/sustainability/eu-omnibus-proposal-debunking-sustainability-compliance/

[902] *Ibid.*

[903] Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, *op. cit.* note 105
Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, *op. cit.* note 105

[904] D. De la Garanderie et al., Comply or explain : Guide pratique de mise en œuvre, *op. cit.* note 780

[905] Cela est également conditionné par l'étendue de la simplification, notamment de la réduction du champ matériel des deux régulations par le corpus de propositions Omnibus.

Une application fidèle de ces cadres normatifs semble prometteuse pour acter la transition nécessaire. Toutefois, cela reste conditionné par la participation effective des entreprises dans cet exercice de transparence et par leur choix à se conformer. Avec le temps, les entreprises sont susceptibles de subir des pressions multilatérales aussi bien de l'obligation règlementaire directe que de leurs parties prenantes et de leurs investisseurs, impactant leur responsabilité autant que leur réputation.

Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, *op. cit.* note 105
C(2025) 4568 final COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) …/... of 4.7.2025 amending Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards the simplification of the content and presentation of information to be disclosed concerning environmentally sustainable activities and Commission Delegated Regulations (EU) 2021/2139 and (EU) 2023/2486 as regards simplification of certain technical screening criteria for determining whether economic activities cause no significant harm to environmental objectives, 4 juillet 2025

Paragraphe 2. Réglementer la contrainte par la transparence : une efficacité nuancée en pratique

Les études empiriques démontrent que les rapports consolidés, comprenant la transparence en matière de durabilité et en matière financière, indépendamment de leur nature volontaire ou contraignante, peuvent avoir des effets positifs sur l'intégration des questions environnementales et sociales dans les modèles économiques et sur le changement de performance à la fois économique et ESG[906].

Malgré le fait que les normes, réglementations et différents encadrements contraignants ne cessent de s'accumuler, générant un besoin croissant de divulgation et de données, certaines études démontrent des résultats limités. Si une grande majorité d'entreprises occidentales ont mis en place a minima une transparence limitée en matière de l'ESG et du changement climatique, la mise en place des objectifs de réduction des GES mesurables et limités dans le temps reste limitée[907]. De plus, malgré la pertinence des dépendances des activités économiques envers la nature[908], une minorité d'entreprises considère ces facteurs et publie leur politique en matière de biodiversité[909]. Ainsi, quant à l'évaluation des impacts potentiellement négatifs de leurs activités, cette transparence est presque inexistante[910].

En France, la situation diffère grâce à la loi nationale. Les obligations de transparence mènent vers des engagements tangibles et des évolutions concrètes mais les résultats restent incertains. Notamment, le troisième rapport commun de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur les engagements climatiques des acteurs de la finance note que « de nouvelles catégories d'engagements émergent, portant notamment sur la biodiversité. Cette évolution s'explique

[906] J. Maniora, « Is Integrated Reporting Really the Superior Mechanism for the Integration of Ethics into the Core Business Model? An Empirical Analysis », Journal of Business Ethics, Springer, 2017, vol. 140, nº 4, pp. 755-786
[907] M. Tonello, « Corporate Climate Disclosures and Practices: Risk, Emissions, and Targets », The Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 3 mai 2025;
T. Day et al., Corporate Climate Responsibility Monitor 2024, New Climate Institute, avril 2024;
S. Smit et al., Net Zero Stocktake 2024, Net Zero Tracker, septembre 2024.
[908] C. Herweijer et al., Nature Risk Rising: Why the Crisis Engulfing Nature Matters for Business and the Economy, *op. cit.* note 728
[909] M. Tonello, « 2023 Biodiversity Disclosures in the Russell 3000 and S&P 500 », The Harvard Law School Forum on Corporate Governance, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 9 janvier 2024
[910] *Ibid.*

en partie par l'application de l'article 29 LEC qui oblige les institutions à communiquer leur empreinte biodiversité »[911].

Selon les régulateurs français, les engagements se multiplient, leur qualité et leur approfondissement s'améliorent, ce qui démontre une mobilisation accrue. Toutefois, une grande hétérogénéité des approches et des méthodologies persiste[912]. D'un autre côté, certains sujets restent peu maîtrisés[913], alors que d'autres manques d'éléments tangibles crédibilisant les engagements pris[914].

Avec le temps, les pratiques de transparence s'améliorent, en qualité et en quantité, tel que précisé par le quatrième rapport de l'ACPR et de l'AMF sur le sujet. Cette tendance est soutenue, voire menée par la réglementation de l'Union européenne en la matière[915]. Toutefois, la traduction de ces engagements en actions réelles reste nuancée. Les engagements principaux des acteurs financiers restent fortement orientés, focalisés sur la thématique environnementale, avec deux tiers des engagements concernant le climat. Toutefois, seul un tiers de ces engagements est accompagné de données de suivi mesurables et vérifiables[916], remettant en question la crédibilité et la potentielle atteinte réelle de ces engagements.

La dissociation ou manque de corrélation entre les pratiques de transparence et les résultats visibles est illustrée aussi par la transparence en matière d'énergies fossiles. Malgré le renforcement significatif des politiques des banques et des assurances sur ces

[911] Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), Autorité des marchés financiers (AMF), Troisième rapport commun ACPR/AMF : Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place, *op. cit.* note 659

[912] Cela a été confirmé par le quatrième rapport sur le sujet notant que « s'agissant des sociétés de gestion, le nombre d'engagements climatiques a crû de 21 % depuis le recensement de 2021. Si cette évolution témoigne d'une mobilisation et d'une volonté croissantes des acteurs de s'engager et de communiquer sur la thématique du climat, au travers d'engagements individuels ou collectifs, cet exercice de recensement doit être interprété avec prudence au regard de l'hétérogénéité des degrés de précision, d'ambition, de périmètres d'application et de transparence associés à ces engagements. »
Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), Autorité des marchés financiers (AMF), Quatrième rapport commun ACPR/AMF : Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place, 2023, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/4eme-rapport-commun-acpr-amf-suivi-et-evaluation-des-engagements-climatiques-des-acteurs-de-la-place

[913] Les engagements portant sur le charbon et la chaîne de valeur restent peu détaillés selon le rapport, avec une minorité d'acteurs impliqués de façon concrète.
Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), Autorité des marchés financiers (AMF), Troisième rapport commun ACPR/AMF : Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place, *op. cit.* note 659

[914] Notamment, malgré la mobilisation d'une majorité d'institutions financières, la question de la neutralité carbone à l'horizon 2050 suscite des questionnements sur les métriques et lacunes méthodologiques nuisant à la crédibilité des engagements pris. *Ibid.*

[915] Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), Autorité des marchés financiers (AMF), Quatrième rapport commun ACPR/AMF : Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place, *op. cit.* note 912

[916] *Ibid.*

dernières, la mesure de l'exposition de ces acteurs au pétrole et au gaz fossile « ne montre pas encore d'infléchissement des tendances de fond » [917]. Quant aux sociétés de gestion, malgré leur mobilisation accrue sur le sujet des énergies fossiles, leurs politiques restent limitées dans leurs périmètres matériels, ne couvrant que certaines sources fossiles et, partiellement, les chaînes de valeur du pétrole et du gaz. Ainsi, la sortie effective des investissements en pétrole et gaz reste très incertaine, avec une faible minorité de sociétés de gestion qui s'engagent à désinvestir de ces secteurs. De plus, les régulateurs notent qu'aucun acteur ne s'engage à exclure systématiquement l'investissement dans le développement de nouvelles capacités de l'offre de pétrole et de gaz[918]. Le seul facteur en déclin net semble être l'investissement dans les activités liées au charbon. Toutefois, l'exposition des acteurs étudiés a été, de manière générale, faible[919].

Les engagements des acteurs financiers se multiplient, toutefois des limites importantes sur la forme et sur le fond maintiennent un réel doute quant à leur crédibilité et à leur envergure.

Les acteurs de la finance et les entreprises industrielles ont généré une immense quantité de données ces dernières années, sans pour autant les utiliser de façon à transformer leurs agissements, à fixer des objectifs et à prendre des décisions. Les données sont donc susceptibles d'être vidées de leur utilité. La régulation de la contrainte par la transparence peut induire des changements réels de comportements, cela reste cependant cantonné à la volonté des acteurs de transformer cette transparence en actions tangibles. L'impact reste ainsi limité aux acteurs déjà susceptibles de changer.

Le bilan des effets concrets des obligations de transparence telles que prévues par la CSRD sur les entreprises et leurs activités n'est pas encore disponible, étant donné que les premiers rapports conformes à ces nouvelles obligations sont susceptibles d'être publiés

[917] *Ibid.*
[918] *Ibid.*
[919] Le rapport précise que « [sur} les cinq dernières années, l'exposition déclarée au charbon continue de décroître, sur un rythme modéré pour les banques (environ -15 % à 2,8 milliards d'euros) et de façon plus prononcée pour les assureurs (-21 % à 7,5 milliards), ces acteurs financiers demeurant, comme cela a pu être souligné à diverses reprises au cours des exercices précédents, très peu exposés à ce secteur. »
Ibid.

à partir de 2025[920]. Toutefois, au vu de l'ampleur des travaux préparatifs et des moyens déjà déployés pour la mise en conformité[921], il semble que ces dispositions auront un impact conséquent sur l'économie et les entreprises européennes et non européennes, aussi bien cotées que non.

Malgré ces freins et lacunes pratiques, les obligations de transparence semblent être des instruments règlementaires « plus efficaces qu'une législation substantielle énonçant des dispositions plus ou moins détaillées »[922]. Couplée au principe « *comply or explain* », la transparence transforme progressivement l'économie et le système financier.

Toutefois, il revient toujours aux régulateurs et aux destinataires desdites informations d'exercer un devoir de vigilance[923].

[920] Le calendrier de l'application de la directive prévoit différentes échéances selon diverses catégories d'entreprises. La première échéance concerne les grandes entreprises européennes et non européennes déjà soumises aux exigences de la NFRD de publier leurs rapports intégrés à partir de 2025 sur l'exercice ouvert à partir du 1er janvier 2024.
Autorité des marchés financiers (AMF), Le reporting de durabilité CSRD : se préparer aux nouvelles obligations, *op. cit.* note 859
[921] PricewaterhouseCoopers, Global CSRD Survey 2024, *op. cit.* note 899
[922] D. De la Garanderie et al., Comply or explain : Guide pratique de mise en œuvre, *op. cit.* note 780
[923] *Ibid.*

Section 3. Le multilatéralisme maîtrisé par les normes visant différents acteurs

Historiquement, les mesures visant à responsabiliser les investisseurs ou les entreprises étaient d'une efficacité limitée. Cela s'explique, en partie, par l'unilatéralisme de ces mesures, traitant des problématiques ou des acteurs de façon isolée, ou dont la portée ou le champ d'application étaient limités. Similairement, le concept du « triangle de l'inaction »[924], illustre le paradoxe de la paralysie collective freinant ou bloquant la prise de décision ou d'action de la part de la société civile ou des individus, des entreprises et des pouvoirs publics en matière de lutte contre le dérèglement climatique[925]. Le « triangle de l'inaction » repose sur le raisonnement que chaque partie délègue la responsabilité d'agir sur les autres, justifiant ainsi sa propre inaction[926].

La transition du système financier, comme la lutte contre le dérèglement climatique, nécessite à la fois une mobilisation conjointe de toutes les parties prenantes, et un cadre multilatéral, normatif et pratique, collectif et coordonné soutenant cette mobilisation. En l'absence d'actions pertinentes et effectives de la part du marché général, des épargnants aux entreprises ou actifs investis, en passant par les investisseurs de toutes les tailles, les mesures de la finance responsable sont vouées à une portée et une efficacité limitées.

Ainsi, l'ensemble européen normatif en matière de durabilité et de finance durable vise à mobiliser de façon simultanée toutes les parties pertinentes afin de sortir de ce paradoxe de l'inaction (Paragraphe I). Toutefois, cette maîtrise semble nuancée en pratique (Paragraphe II).

[924] La notion du « triangle de l'inaction » a été conceptualisée par Pierre Peyretou, professeur affilié à l'École supérieure de commerce de Paris et animateur de la Fresque du climat, outil de formation sur les causes et les enjeux du changement climatique.
B. Guzniczak, « Climat, pollution et inégalités sociales : De l'inaction au changement », Les Cahiers Dynamiques, Érès, 14 décembre 2023, vol. 82, nº 1, pp. 26-32
[925] P.-A. Lloret-Bavai et al., « Théorie du donut, économie régénérative : de la théorie à la pratique en entreprise ! », 2tonnes, 18 novembre 2024, https://www.2tonnes.org/post/theorie-donut-economie-regenerative-entreprise
[926] B. Guzniczak, « Climat, pollution et inégalités sociales : De l'inaction au changement », *op. cit.* note 924, pp. 26-32

Paragraphe 1. Une application nécessitant une mobilisation simultanée de toutes les parties prenantes

Le plan d'action de l'Union européenne pour la finance durable a pour objectif la mobilisation multilatérale visant quasi-simultanément les activités durables avec le règlement Taxonomie, les produits verts avec le Green Bond Standard et l'écolabel, les conseillers financiers et les épargnants avec le règlement délégué MiFID II, les investisseurs avec le règlement SFDR, les entreprises avec les directives NFRD et CSRD et même les organismes prudentiels[927]. En procédant ainsi, l'Union européenne neutralise deux principaux arguments freinant l'implantation de la finance responsable et durable, notamment l'absence de volonté des clients et des épargnants (A.) et l'absence de données crédibles et accessibles (B.).

Pour une application optimale et fidèle des principes et des normes de la finance responsable et durable, la concertation du plus grand nombre d'acteurs et la cohérence de leurs engagements et transitions sont nécessaires. Ainsi, cette convergence se matérialise dans différents métiers de l'industrie financière, le long de la chaîne de vie d'un produit financer[928].

A. L'ancien frein à l'application : l'absence de volonté des épargnants

L'un des principaux obstacles à l'intégration des stratégies de finance responsable ou durable a longuement été la supposée absence de volonté de la part des épargnants de prendre en compte les facteurs de durabilité dans leur gestion d'épargne. La révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) intègre l'obligation pour les

[927] Commission européenne, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable, *op. cit.* note 618
[928] V. Mercier, « Finance durable », *op.cit*. note 80

entreprises de prestation de services d'investissement (PSI) et les conseillers en investissements financiers (CIF) de prendre en compte les potentielles préférences de durabilité des clients et des prospects dans leur conseil en investissement et leur gestion de portefeuille[929]. En effet, le règlement délégué intègre les préférences en matière de durabilité en tant que choix du client d'investir une partie ou non de son portefeuille d'investissement dans les produits financiers durables ou responsables[930]. Plus précisément, le règlement énonce modifier « [l]e règlement délégué (UE) 2017/565 […] comme suit :

À l'article 2, les points 7), 8) et 9) suivants sont ajoutés :

«7) "préférences en matière de durabilité" : le choix d'un client, ou d'un client potentiel, d'intégrer ou non un ou plusieurs des instruments financiers suivants dans son investissement, et dans quelle mesure :

a) un instrument financier qui est investi dans des investissements durables sur le plan environnemental au sens de l'article 2, point 1), du règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil (*) dans une proportion minimale déterminée par le client ou le client potentiel ;

b) un instrument financier qui est investi dans des investissements durables au sens de l'article 2, point 17), du règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil (**) dans une proportion minimale déterminée par le client ou le client potentiel ;

c) un instrument financier qui prend en compte les principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité, les éléments qualitatifs ou quantitatifs qui démontrent cette prise en compte étant déterminés par le client ou le client potentiel (…) » [931].

En effet, les instruments prévus au paragraphe a) correspondent aux produits financiers investis dans les actifs alignés avec les objectifs environnementaux durables de

[929] G. Marty, B. Julé, « Exigences en matière de durabilité : point sur les nouvelles obligations dans le cadre de la distribution d'instruments financiers », Bulletin Joly Bourse, septembre 2023, vol. n°5, pp. 42-47
[930] Règlement délégué (UE) 2021/1253 de la Commission du 21 avril 2021 modifiant le règlement délégué (UE) 2017/565 en ce qui concerne l'intégration des facteurs de durabilité et des risques et préférences en matière de durabilité dans certaines exigences organisationnelles et conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement, *op. cit*. note 365
[931] Article 1er, *Ibid.*

la Taxonomie verte[932] ; les instruments prévus au paragraphe b) correspondent aux produits financiers investis dans les actifs durables alignés avec la définition d'investissement durable du règlement SFDR, contribuant aux objectifs environnementaux et/ou sociaux[933] ; les investissements prévus au paragraphe c) correspondent aux produits financiers qui prennent en compte les principales incidences négatives (PAI) sur les facteurs de durabilité telles que prévu par le règlement SFDR[934] et l'Annexe I de son règlement délégué[935]. Les proportions d'actifs durables alignés avec la Taxonomie ou le SFDR sont reportées par les entreprises émettrices en tant que pourcentages d'actifs sous gestion (AUM).

Ainsi, les clients ou les prospects, au vu de la directive MiFID II, expriment leurs préférences en termes de types d'instruments et de la proportion minimale qui devrait être atteinte par les produits en question.

Cette classification des instruments dépasse la classification adoptée par le marché selon les articles 6, 8 et 9 du règlement SFDR. Notamment, les produits classifiés article 8 et 9 sont susceptibles de correspondre aux instruments ci-dessus. Il est plus probable que les produits classifiés article 9 SFDR correspondent aux exigences prévues aux paragraphes a) et b). De même, il est probable que les produits classifiés article 8 SFDR correspondent aux exigences prévues au paragraphe c). Toutefois, cela n'est aucunement garanti. Les produits classifiés article 8 peuvent investir des proportions diverses de leurs AUM dans les actifs durables selon les exigences des règlements Taxonomie ou SFDR, mais d'autres peuvent également ne pas prendre en compte les incidences négatives. Ainsi, les produits classifiés article 9 peuvent ne pas être alignés avec la Taxonomie.

Ainsi, la directive évite toute confusion et retient des proportions tangibles d'investissement durable et/ou des critères concrets d'incidences négatives afin de permettre aux épargnants de mieux comprendre l'impact de leur épargne et, s'ils le

[932] Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88
[933] Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
[934] *Ibid.*
[935] Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à «ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit*. note 434

souhaitent, d'agir de façon proactive.

Deux rapports finaux ont par la suite été publiés par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) le 23 septembre 2022[936] et le 4 mars 2023[937] précisant les lignes directrices pour la mise en place de ces nouvelles exigences. Ces rapports énoncent les principales mises à jour et obligations pour les entreprises de gestion et de conseil en investissement. Notamment, l'Autorité européenne recommande aux entreprises d'accompagner leurs clients dans la compréhension des préférences en matière de durabilité et de leur articulation pratique, notamment de les informer des différents produits financiers de manière claire et sans recourir à un langage technique[938]. Par la suite, les entreprises sont censées collecter les informations auprès des clients sur leurs préférences en termes de produits, des objectifs visés et des proportions souhaitées[939]. Les entreprises doivent demander si les clients ont des préférences en matière de durabilité, si oui, de préciser suivant la classification énoncée à l'article 2 paragraphe 7 du règlement délégué MiFID II, les types de produits ainsi que les proportions ou les critères souhaités[940].

De plus, les entreprises demandent également aux clients la part ou proportion de leurs portefeuilles qu'ils souhaitent y dédier[941].

Si le client ne répond pas à la question ou répond qu'il n'a pas de préférences en matière de durabilité, cette neutralité permet à l'entreprise de recommander des produits indépendamment de leurs caractéristiques ESG ou durables, sans les exclure[942].

Si le client exprime ses préférences en matière de durabilité, une fois ces informations collectées, les entreprises sont censées évaluer les préférences et identifier les produits adaptés aux objectifs financiers et extra-financiers des clients[943]. Lors de cette

[936] European Securities and Markets Authority (ESMA), Final report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, nº ESMA35-43-3172, 23 septembre 2022, https://www.esma.europa.eu/document/final-report-guidelines-certain-aspects-mifid-ii-suitability-requirements
[937] European Securities and Markets Authority (ESMA), Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II, *op. cit*. note 365
[938] §16, Annexe IV, European Securities and Markets Authority (ESMA), Final report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, *op. cit.* note 936
[939] §26-27, Annexe IV, *Ibid.*
[940] §26, European Securities and Markets Authority (ESMA), Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II, *op. cit.* note 365
[941] §29, *Ibid.*
[942] §85, *Ibid.*
[943] §81, Annexe IV, European Securities and Markets Authority (ESMA), Final report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, *op. cit.* note 936

analyse, les entreprises peuvent classer les produits financiers potentiellement commercialisés selon : « la proportion investie dans des activités économiques qui remplissent les critères d'activités économiques durables sur le plan environnemental [au sens de l'article 2, point 1), du règlement sur la taxonomie]; la proportion d'investissements durables [au sens de l'article 2, point 17), du SFDR]; l'examen des principales incidences négatives et d'autres caractéristiques de durabilité environnementale, sociale et de gouvernance »[944].

Pour effectuer tout cela, les entreprises doivent mettre en place les mesures organisationnelles telles que former leur personnel et mettre en place des procédures informatiques pour collecter, garder et mettre à jour les données[945] ainsi qu'investir dans les moyens humains ou techniques nécessaires pour permettre une telle analyse des produits durables ou responsables. Cela s'illustre par la recommandation d'identifier et classer les produits, tel que précédemment vu, mais aussi par la marge d'appréciation et d'adaptation qui sont exigées en cas de prise en compte des principales incidences négatives. Plus précisément, les entreprises peuvent examiner les préférences des clients, et leur proposer diverses articulations, intégrant des critères qualitatifs ou quantitatifs, des critères spécifiques ou globaux selon leurs piliers[946]. De plus, les entreprises peuvent également aller plus loin en demandant si le client voudrait exclure de son univers d'investissement certaines activités économiques qui sont spécifiquement nocives par rapport aux objectifs durables ou qui ont des incidences négatives sur des facteurs de durabilité[947].

L'intégration des préférences en matière de durabilité facilite l'information des clients et des prospects sur les enjeux financiers et extra-financiers de leurs épargnes et leur reconnaît le droit de choisir de rendre leurs investissements moins nuisibles pour la planète et la société. De plus, cette avancée oblige les gérants et conseillers en patrimoine à réellement repenser et diversifier leurs offres, malgré leurs éventuelles réticences initiales.

---

[944] §73, European Securities and Markets Authority (ESMA), Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II, *op. cit.* note 365
[945] §106, §53, European Securities and Markets Authority (ESMA), Final report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, *op. cit.* note 936
[946] Environnemental, social ou de gouvernance.
§27, European Securities and Markets Authority (ESMA), Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II, *op. cit.* note 365
[947] §27, *Ibid.*

Cependant, les entreprises sont autorisées à proposer des produits qui ne satisfont pas les préférences initiales du client, à la condition que ce dernier réadapte ses préférences[948]. Les préférences en matière de durabilité peuvent non seulement être ignorées mais elles peuvent également être abandonnées si les entreprises ne sont pas en mesure de les satisfaire[949]. En tenant compte des moyens nécessaires, en termes de formation[950], de recherche et de données essentielles pour analyser et trouver les produits adéquats[951], les entreprises peuvent assez facilement estimer qu'elles ne peuvent pas satisfaire les préférences et donc inciter les clients à diminuer leurs exigences.

Malgré la condition d'obtenir l'accord du client, de documenter les nouvelles préférences, uniquement valables pour l'acte de conseil nécessitant la modification des préférences[952], cette possibilité atténue gravement les obligations initiales et réintroduit une échappatoire aux entreprises réticentes.

Ainsi, cette possibilité est reconnue uniquement dans le cadre des préférences en matière de durabilité à la différence du profil financier du client[953].

[948] §82, *Ibid.*
[949] §84, *Ibid.*
[950] « Le personnel devrait également posséder les connaissances et compétences nécessaires concernant les critères des préférences en matière de durabilité tels que spécifiés à l'article 2, paragraphe 7, du règlement délégué MiFID II, et être capable d'expliquer aux clients les différents aspects dans un langage non-technique. À cet effet, les entreprises devraient dispenser au personnel une formation appropriée. »
§106 *Ibid.*
[951] « Les entreprises devraient adopter des procédures, des méthodes et des outils fiables et objectifs qui leur permettent de prendre dûment en considération les différentes caractéristiques, y compris les facteurs de durabilité, […] de tous les produits d'investissement qu'elles sont susceptibles de recommander à leurs clients ou dans lesquels elles peuvent investir en leur nom.»
§72, *Ibid.*
« Les entreprises devraient adopter des procédures visant à garantir que les informations utilisées pour comprendre et classer correctement les produits d'investissement figurant dans leur offre de produits sont fiables, exactes, cohérentes et à jour. »
§74, *Ibid.*
[952] §83, European Securities and Markets Authority (ESMA), Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II, *op. cit.* note 365
[953] §82, *Ibid.*

B. Le périmètre limité : l'alibi de l'absence de la donnée

Les obligations de transparence des acteurs financiers et économiques sont en large partie interdépendantes, nécessitant ainsi une application simultanée de multiples parties. Pour les entreprises, l'intégration des facteurs extra-financiers et de durabilité dans leurs stratégies et leurs rapports d'activité constitue un processus énergivore et coûteux. L'homologation de l'obligation de transparence auprès des parties prenantes et en particulier des investisseurs encourage voire fait pression sur cette mise en conformité. L'intégration des facteurs de durabilité dans la stratégie et dans la transparence devient un avantage concurrentiel et commercial répondant aux besoins et aux souhaits des parties prenantes et des investisseurs.

Ainsi, pour que les investisseurs puissent évaluer leurs actifs et suivre ces paramètres, ils doivent nécessairement avoir accès à des données pertinentes et de qualité. En ce sens, un équivalent d'obligation de transparence est nécessaire pour les entreprises afin d'assurer l'intégration des facteurs ESG et de durabilité par les investisseurs dans leurs stratégies, leurs objectifs d'investissement et leurs choix de composition de portefeuilles.

Cela est parfaitement illustré par l'application du règlement Taxonomie. Notamment, les investisseurs ont l'obligation de divulguer les proportions des portefeuilles engagés à investir et investis dans des activités durables alignées avec la Taxonomie[954]. L'engagement effectif des investisseurs est conditionné par l'application des obligations relevant de la Taxonomie par les entreprises. En effet, le règlement impose aux entreprises de divulguer la proportion de leur chiffre d'affaires, CAPEX et OPEX qui est éligible et aligner aux six objectifs durables[955]. La Taxonomie a défini des critères scientifiques stricts pour déterminer l'impact environnemental durable des activités des entreprises. Ainsi, il

[954] Annexes II,III,IV,V, Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à «ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit.* note 434
Annexes II,III,IV,V, Règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *op. cit.* note 435

[955] Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *op. cit.* note 88

incombe aux entreprises de rechercher et de prouver si leurs activités répondent aux critères de la Taxonomie, ainsi que de fournir des informations précises et fiables de façon transparente[956]. Ni les investisseurs ni les organismes externes de notations ne peuvent se substituer aux entreprises pour estimer l'impact réel des activités, en particulier de façon aussi précise et granulaire que cela est exigé[957].

Dans ce sens, la conformité par les investisseurs à leur obligation de transparence est fortement dépendante de la conformité par les entreprises à leur obligation respective.

Similairement, les investisseurs dépendent des données des entreprises pour l'implémentation générale des approches responsables et durables. Tel que précédemment énoncé, concernant les produits financiers et les sociétés de gestion, le règlement SFDR[958], ainsi que les lois nationales telles que la loi française relative à la transition énergétique[959] et la loi Énergie-Climat[960], imposent des obligations de transparence au niveau de l'entité ainsi qu'au niveau de ses activités. Les entreprises d'investissement et les sociétés de gestion de portefeuille doivent analyser, collecter et reporter les données liées aux facteurs non financiers et de durabilité relevant de leurs investissements, par exemple des actions ou des obligations des entreprises.

En absence de données de la part des entreprises, il est difficilement concevable que les investisseurs puissent réellement mettre en place des stratégies crédibles plus sophistiquées que de simples exclusions, par exemple, ou des investissements thématiques. Notamment, les données pertinentes, précises et de qualité émanant des entreprises sont nécessaires pour pouvoir mettre en place un processus d'analyse fondamentale, y compris de veille aux risques de durabilité ou aux impacts négatifs, de l'investissement à impact,

[956]Annexes I,II,III,IV,V, Règlement délégué (UE) 2021/2178 de la Commission du 6 juillet 2021 complétant le règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil par des précisions concernant le contenu et la présentation des informations que doivent publier les entreprises soumises à l'article 19 bis ou à l'article 29 bis de la directive 2013/34/UE sur leurs activités économiques durables sur le plan environnemental, ainsi que la méthode à suivre pour se conformer à cette obligation d'information, JO L, vol. 443, 10 décembre 2021, pp. 9-67

[957] L'article 7 du règlement délégué prévoit la possibilité pour les investisseurs d'utiliser les estimations pour évaluer l'alignement de leurs investissements, sous condition de pouvoir « démontrer le respect de tous les critères énoncés à l'article 3 du règlement (UE) 2020/852 ». Cela en pratique semble difficile, nécessitant un grand nombre d'informations qualitatives et quantitatives précises sur chacune des expositions du portefeuille.

Ibid.

[958] Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30

[959] LOI n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte, 2015-992, août 2015

[960] LOI n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat, *op. cit.* note 876

etc.

Effectivement, la régulation de transparence n'est pas la seule manière d'obtenir de telles informations. Le statut de partie prenante notamment de l'investisseur, et en particulier de l'actionnaire, permet à l'entité en question de demander à l'entreprise des informations pertinentes qui peuvent conditionner leur investissement ou désinvestissement. Cela est souvent le cas avec l'investissement dans les entreprises non cotées, qui ne sont pas en obligation de divulguer leurs performances en matière de durabilité. Toutefois, elles peuvent être fortement incitées à y veiller en cas de levée de fonds ou de demande de crédit auprès des organismes qui sont davantage susceptibles d'y apporter une attention particulière et de mettre en place des procédures de diligence raisonnable approfondies en matière d'ESG[961].

D'un autre côté, la règlementation en matière de transparence vise une transparence et une accessibilité plus larges des informations en dehors des intérêts financiers réciproques.

Ainsi, pour que le multilatéralisme soit effectivement maîtrisé, une cohérence d'approche est nécessaire malgré les enjeux différents quant aux investisseurs et aux entreprises. Pour faciliter la conformité respective des différents acteurs, les normes sont censées adopter une similarité d'exigence en matière de méthodologie, de qualité de l'information, et de l'approfondissement de la recherche. Le règlement SFDR impose, notamment, une veille des risques de durabilité ainsi que des incidences négatives en matière de durabilité selon l'approche de double matérialité. En ce sens, l'obligation qui incombe aux entreprises devrait appliquer la même approche et exiger un niveau de diligence raisonnable suffisant. La CSRD impose une approche de double matérialité. Néanmoins, d'autres standards internationaux n'adoptent pas la même rigueur. Les standards phares d'autres organismes non européens, tels que l'*International Sustainability Standards Board* (ISSB) appliquent uniquement la matérialité simple ou financière, définissant les processus d'évaluation, de mesure et de divulgation des risques et

[961] PricewaterhouseCoopers, « Plus des deux tiers des investisseurs accordent une grande importance à l'ESG dans leur stratégie d'investissement pour créer de la valeur », PwC, décembre 2023, https://www.pwc.fr/fr/espace-presse/communiques-de-presse/2023/decembre/global-private-equity-responsible-investment-survey.html

opportunités climatiques et de durabilité[962].

L'EFRAG et l'ISSB ont publié un guide de l'interopérabilité permettant de cartographier les obligations communes de transparence[963], toutefois, leurs chevauchements sont limités aux risques et opportunités de durabilité, ignorant les potentiels impacts négatifs des activités économiques et des investissements sur les facteurs de durabilité. Compte tenu du soutien transnational des acteurs privés et de plusieurs juridictions nationales[964], il est envisageable que les standards de l'ISSB deviennent la principale norme en matière de transparence de durabilité sur le plan non européen. Ainsi, l'incohérence entre les approches adoptées freine la maîtrise du multilatéralisme et la responsabilisation des acteurs financiers et économiques.

Enfin, l'effectivité des normes de la finance responsable et durable, ainsi que leur mission de responsabiliser le système financier sont conditionnées par la conformité et l'application fidèle par tous les acteurs intéressés. Cela dépasse le besoin de données et de contrepartie financière de la part des investisseurs et des entreprises.

Au-delà de la maîtrise du multilatéralisme, une interprétation et une application conformes, et une lutte active contre les tendances d'écoblanchiment sont nécessaires de la part de chacun de ces acteurs. Le succès de ces normes est conditionné également par la confiance du marché général en mesures de mise en conformité. En l'absence d'un sentiment de fiabilité et de crédibilité des pratiques de durabilité de la part des entreprises et des investisseurs, la conformité avec les normes se limite à un exercice superficiel de forme, ne transformant en rien la substance des agissements des acteurs financiers et économiques.

[962] F. Bright, « An introduction to ISSB's new International Sustainability Disclosure Standards (IFRS SDS) », Eco-act, 26 février 2024, https://eco-act.com/blog/issb-disclosure-standards/

[963] Autorité des marchés financiers (AMF), « Reporting de durabilité des sociétés cotées (CSRD) : publication par l'EFRAG et la Commission européenne de guides d'application et de foires aux questions », AMF, octobre 2024, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/reporting-de-durabilite-des-societes-cotees-csrd-publication-par-lefrag-et-la-commission-europeenne

[964] F. Bright, « An introduction to ISSB's new International Sustainability Disclosure Standards (IFRS SDS) », *op. cit.* note 962

L'interdépendance conditionnant la conformité et l'effectivité des normes de la finance responsable et durable s'étend également aux autres acteurs et professionnels financiers. En effet, de nombreux investisseurs recourent aux conseillers et aux intermédiaires afin de compléter et informer leurs décisions d'investissement. Tenant compte du fait que les finances responsable et durable sont des approches relativement nouvelles et particulièrement techniques, les investisseurs et autres intéressés se réfèrent souvent aux notes et analyses externes attribuées par des agences de notation. Ainsi, maîtriser l'application de la méthodologie cohérente au niveau des notations des entreprises par les agences externes est primordiale, notamment lorsqu'il s'agit de l'approche de double matérialité[965]. En novembre 2024, le Conseil européen a approuvé la proposition de règlement européen sur la notation ESG[966], visant à renforcer la transparence, l'intégrité, la comparabilité et la fiabilité des notations ESG et de durabilité des entreprises et/ou des instruments financiers[967]. Le règlement n'exige pas l'adoption de méthodologie de notation spécifique, mais oblige les fournisseurs des notations de rendre publics leurs approches et modèles de notation[968]. De plus, le règlement impose l'obtention d'agréments par les fournisseurs supervisés par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF)[969]. Ces exigences ne garantissent pas un traitement uniforme de données extra-financières et de durabilité, ni une prise en compte et une analyse des facteurs cohérentes avec la double matérialité par les fournisseurs commercialisant leurs activités en Europe. Cependant, ces exigences en termes de qualité et de conformité des analyses et des notations peuvent être articulées si elles ne le sont pas déjà par le marché, notamment par les besoins des consommateurs de ces produits.

Par ailleurs, les indices de référence constituent un autre élément important de la pratique d'investissement. Un indice de référence est un produit financier utilisé pour

[965] La majorité des parts de marché des notations ESG est occupée par les entreprises anglo-saxonnes et non européennes, ce qui peut causer des problématiques quant à la cohérence de leur méthodologie avec les exigences de la conformité de l'Union européenne.
[966] Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL sur la transparence et l'intégrité des activités de notation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG), *op. cit.* note 681
[967] Règlement (UE) 2024/3005 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2024 sur la transparence et l'intégrité des activités de notation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG), et modifiant les règlements (UE) 2019/2088 et (UE) 2023/2859, JO L, 12 décembre 2024
[968] Article 23, *Ibid.*
[969] Article 4, *Ibid.*

mesurer et comparer l'évolution de la valeur d'un autre instrument financier ou d'un actif. En général, les portefeuilles définissent les indices boursiers généraux ou spécialisés avec lesquels ils comparent leur performance financière dans le temps[970].

Ainsi, les indices de référence responsables et durables jouent un rôle important dans le choix de la stratégie, des objectifs et de la composition des portefeuilles de même nature.

En 2020, le texte modificatif du règlement « *Benchmark* » encadre les entreprises d'indices en matière de transparence et de stratégie ESG et de durabilité[971]. Le texte régule les indices dédiés au domaine de l'ESG et en particulier ceux correspondant à la transition écologique et à la faible intensité carbone. Le champ matériel limité ne permet pas une application généralisée. Toutefois, il permet d'assurer quant aux indices spécifiques climatiques une prise en compte des méthodologies d'analyse et du choix de composition basés sur des exigences minimales communes strictes et scientifiques[972].

[970] J. Chen, « Benchmarks: Definition, Types, and How to Use Them in Investing », Investopedia, avril 2024, https://www.investopedia.com/terms/b/benchmark.asp
[971] Règlement délégué (UE) 2020/1818 de la Commission du 17 juillet 2020 complétant le règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil par des normes minimales pour les indices de référence « transition climatique » de l'Union et les indices de référence «accord de Paris» de l'Union, JO L, vol. 406, 3 décembre 2020, pp. 17-25
[972] Chapitre II, *Ibid.*

Paragraphe 2. La maîtrise nuancée

La maîtrise de la complexité, des interdépendances et du multilatéralisme du système financier et économique actuel nécessite non seulement une mobilisation globale privée et publique, mais aussi une certaine cohérence entre les valeurs juridiques des normes employées, les méthodologies et approches utilisées, et la forme et le fond des multiples initiatives mises en œuvre.

Toutefois, dans certains cas, des incohérences persistent et mettent en cause la maîtrise nécessaire et la transformation des pratiques des acteurs du marché. Cela se manifeste notamment au niveau du champ d'application matériel (A) et du champ d'application temporel (B).

A. Les incohérences du champ d'application matériel

Le multilatéralisme visé par les normes de la finance responsable semble nuancé en raison des incompatibilités en matière de leur périmètre d'application. En effet, les incohérences parmi les champs d'application matériels visés par certaines normes spécifiques peuvent créer des problématiques telles que le vide juridique (b) ou une applicabilité réduite de la règle prévue (a).

a. Une applicabilité réduite

Cette problématique est particulièrement perceptible quant aux obligations durables.

Les obligations durables sont régies actuellement par plusieurs normes dont la valeur juridique et le champ d'application matériel diffèrent. Les standards les plus utilisés sur la scène globale pour définir et encadrer les obligations durables sont les principe de l'*International Capital Market Association* (ICMA), sur les obligations vertes ou environnementales[973], sociales[974], durables[975] et liées à la durabilité[976]. Les principes de l'ICMA constituent un cadre de référence mondial pour l'émission d'obligations durables et la norme à laquelle se réfèrent une large majorité des émissions obligataires durables à l'échelle internationale[977].

Tel que précédemment énoncé, ces principes couvrent le large spectre des obligations axées sur le financement de projets de durabilité ou axées sur les engagements extra-financiers des entreprises. Ces principes relèvent du *soft law*, mais font office de standard de marché. Ainsi, les entités émettrices publiques ou privées des obligations, ayant besoin de faire financer leurs projets liés à la durabilité ou d'améliorer leur performance en ce sens, ont recours aux principes de l'ICMA et se conforment volontairement aux exigences des cadres des obligations durables. De plus, ces entreprises ou entités publiques émettent leurs obligations durables sur le marché en visant à attirer les investisseurs intéressés par ces thématiques. Le marché des obligations durables est en forte croissance depuis quelques années avec les obligations labellisées vertes ou climatiques qui représentent la plus grande partie[978]. Les trois autres thématiques ont également réussi leur

[973] International Capital Market Association (ICMA), Green Bond Principles (GBP), *op. cit.* note 554
[974] International Capital Market Association (ICMA), Social Bond Principles (SBP), *op. cit.* note 532
[975] International Capital Market Association (ICMA), Sustainability Bond Guidelines (SBG), *op. cit.* note 597
[976] International Capital Market Association (ICMA), Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP), *op. cit.* note 598
[977] M. Oliphant, « Celebrating 10 years of the ICMA Green Bond Principles: Growth, updates and the Loch Ness Monster », The International Stock Exchange (TISE) Sustainable, juin 2024, https://tisegroup.com/news/2024/celebrating-10-years-of-the-icma-green-bond-principles-growth-updates-and-the-loch-ness-monster/
[978] Les émissions des obligations durables ont atteint une valeur de 870 milliards de dollars en 2023 sur le plan mondial, dont 587,6 milliards de dollars ont été dédiés aux obligations vertes alignés sur les principes de l'ICMA ou d'autres standards de marché. En comparaison, en 2017, les émissions globales durables étaient d'une valeur inférieure à 200 milliards de dollars. N. Chouhan, C. Harrison, D. Sharma, Global State of the Market Report 2023, Climate Bonds Initiative, mai 2024, https://www.climatebonds.net/resources/reports/global-state-market-report-2023

implantation sur le marché global[979].

Les normes volontaires, telles que les principes pour les obligations vertes de l'ICMA, mais aussi d'autres normes de marché à l'instar du *Climate Bond Standard* de la *Climate Bond Initiative,* initiative internationale à but non lucratif, ont structuré le marché des obligations environnementales et climatiques[980]. Sur cette base, la Commission de l'Union européenne a entendu créer un cadre robuste et uniforme permettant de résoudre certaines problématiques des cadres précédant tels que le manque de contrainte ou de fiabilité des projets, et de faciliter le progrès ultérieur du marché des obligations vertes[981]. L'Union européenne régit les obligations durables en se focalisant sur les obligations liées uniquement à l'environnement avec son standard pour les obligations vertes ou le *Green Bond Standard* (GBS)[982]. Ce dernier est volontaire dans le sens où il appartient aux entités de choisir de s'y soumettre. Il est adapté à tout type d'émetteur, public ou privé, et peut s'appliquer aux émetteurs européens et non européens. Une fois déployé, le standard exige une conformité rigoureuse et restrictive. Le standard encadre l'émission des obligations vertes dans l'UE et permet ainsi aux investisseurs de distinguer les obligations alignées avec les objectifs de durabilité européens. Il impose l'alignement des projets financés à la Taxonomie européenne[983], rendant la conformité particulièrement stricte et laborieuse à atteindre, surtout comparé à un concept plus flexible et une éligibilité plus facile à atteindre avec le standard de l'ICMA[984].

La conformité avec le standard européen peut s'avérer difficile et coûteuse, en particulier pour les émetteurs issus de pays tiers et des petites et moyennes entreprises, les décourageant potentiellement d'agir ou même d'entrer sur le marché des capitaux d'emprunt européens[985].

Le standard européen se démarque par sa crédibilité et la fiabilité des projets

[979] *Ibid.*
[980] J. Van der Meer, « European Green Bond Regulation », Clifford Chance, European capital markets monthly briefing series, juin 2022, https://www.cliffordchance.com/content/cliffordchance/briefings/2022/06/european-green-bond-regulation-.html
[981] *Ibid.*
[982] Règlement (UE) 2023/2631 du Parlement européen et du Conseil du 22 novembre 2023 sur les obligations vertes européennes et la publication facultative d'informations pour les obligations commercialisées en tant qu'obligations durables sur le plan environnemental et pour les obligations liées à la durabilité, *op. cit.* note 363
[983] Article 4, *Ibid.*
[984] K. Vyvyan, « ICMA green bond principles and the EU green bond regulation: a comparison », Clifford Chance, novembre 2023
[985] N. Chouhan, C. Harrison, D. Sharma, Global State of the Market Report 2023, *op. cit.* note 978

soumis. Il peut en ce sens entrer en concurrence avec les principes de l'ICMA. Toutefois, la thématique visée limitée et les exigences d'application restrictive du standard européen peuvent rendre ce dernier moins attractif pour le marché.

Le marché des obligations autres qu'environnementales, ignoré par les normes étatiques ou régionales, reste principalement régi par les principes de l'ICMA. Cette marginalisation des thématiques sociales par le plan européen pour la finance durable n'est pas cantonnée aux obligations durables, mais induit une complexité pratique particulière pour ce marché.

D'un côté, les obligations finançant les objectifs sociaux restent moins réglementées. Plusieurs hypothèses justifient un tel décalage : le risque de *social washing* semble une moindre préoccupation que le *green washing* ; les sujets sociaux semblent nécessiter une moindre attention et mobilisation que les enjeux climatiques ; ainsi les marchés expriment un intérêt financier moindre pour les obligations sociales et durables.

D'un autre côté, l'absence de standard européen couvrant le spectre entier des obligations durables créé un potentiel cumul et/ou un mix d'instruments normatifs à respecter par les émetteurs de plusieurs obligations de type ou à thématiques différentes et à connaître et à incorporer dans leurs stratégies d'investissement pour les investisseurs. En fonction de leurs secteurs d'activité et de la thématique de leur engagement, les émetteurs se retrouveront face à des normes de différentes valeurs juridiques issues d'ensembles juridiques complètement distincts.

Pour les émetteurs, cela a pour effet de complexifier la navigation entre les différentes obligations de conformité en fonction de leurs différentes émissions obligataires[986].

[986] Les émetteurs des obligations alignés au standard européen devront suivre des règles spécifiques définies par le règlement européen en matière de transparence, notamment du prospectus, du rapport détaillé d'allocation et du contrôle de l'impact, des méthodologies utilisées, de la périodicité et de l'examen externes.
K. Vyvyan, ICMA green bond principles and the EU green bond regulation: a comparison, *op. cit.* note 984
Si ces émetteurs choisissent d'émettre ou ont déjà émis d'autres obligations alignées aux principes de l'ICMA, les exigences et les dispositions à ce regard se cumuleraient, aucun chevauchement n'étant en réalité envisageable.

Cela engendre également des difficultés pratiques pour les investisseurs. En termes de définition des stratégies d'investissement, les portefeuilles peuvent être éparpillés entre plusieurs types et labels d'obligations, dont les degrés de fiabilité, les niveaux de contrainte et les régimes de sanctions diffèrent drastiquement. Cela rend la veille, la diligence raisonnable et l'analyse des risques et des opportunités très difficile, voire en partie inapplicable. Afin d'éviter ces complexités, les investisseurs peuvent axer leurs stratégies sur un type de produit ou de label. Cela peut nuire à l'application et à la promotion des obligations vertes alignées au standard européen au vu du caractère limitatif et restrictif de ce dernier.

b. Le périmètre limité créant un réel vide juridique

La marginalisation des aspects sociaux et sociétaux par la régulation européenne est visible également par rapport à la régulation des indices de référence. En effet, à l'occasion de la révision du règlement « *Benchmark* », l'Union européenne intervient pour mettre à jour les dispositions de transparence en matière de durabilité. Elle définit uniquement les conditions et les méthodes d'évaluation des indices climatiques, notamment à faible intensité carbone. Le règlement modificatif précise les dispositions relatives aux indices de référence « transition climatique », aux indices de référence « Accord de Paris » de l'U.E. et à la transparence en matière de durabilité pour tous les indices de référence[987].

La régulation impose des règles de transparence de manière générale mais omet des exigences sur la constitution d'un grand gisement d'indices, notamment ceux ayant une vocation non climatique, dédiés aux autres sujets environnementaux, aux sujets sociaux ou généralistes. Le rapport final du groupe d'experts techniques sur la finance durable (TEG) de 2019 énonce les recommandations minimales en termes de méthodologie de constitution des indices de référence liés à la transition climatique et à l'alignement avec l'Accord de Paris, ainsi qu'en termes de la transparence quant aux facteurs extra-financiers des trois piliers[988]. L'objectif du rapport du TEG est d'opérationnaliser le règlement modificateur, de diminuer le risque d'écoblanchiment et d'améliorer la transparence et la comparabilité des informations entre les indices climatiques[989].

Les facteurs sociaux sont retenus en tant qu'éléments de la grille de la transparence sur des entreprises référencées par les indices[990]. En effet, les indices climatiques sont censés divulguer les taux d'exposition aux entreprises impliquées dans les controverses sociales et sociétales, dans la production d'armes controversées et dans les violations des droits de l'Homme comme cela a été défini par des normes globales telles que le Pacte

[987] Règlement (UE) 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence transition climatique de l'Union, les indices de référence Accord de Paris de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence, *op. cit.* note 733
[988] EU Technical expert group on Sustainable Finance, TEG Final report on Climate Benchmarks and on Benchmarks' ESG disclosures, septembre 2019, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-09/190930-sustainable-finance-teg-final-report-climate-benchmarks-and-disclosures_en.pdf
[989] *Ibid.*
[990] §3.3, Appendix C, *Ibid.*

mondial et les Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales[991]. Par ailleurs, le rapport suggère en plus de la transparence, l'adoption des exclusions de ces entreprises. Toutefois, cela ne semble pas une contrainte. L'articulation de ces recommandations, notamment en matière de respect des droits de l'Homme et du droit humanitaire, reste floue et permet diverses interprétations quant à leur implémentation, voire une impossibilité d'application.

De plus, aucune régulation ne vise directement la création et l'encadrement des indices de référence dédiés aux enjeux sociaux et sociétaux. Les indices sociaux existent néanmoins sur le marché, nés des initiatives éparses des entreprises émettrices des indices, spécifiquement motivées par le potentiel de rentabilité de telles problématiques. En l'absence de régulations régissant les indices sociaux et sociétaux, le périmètre limité de la régulation européenne crée un réel vide juridique. Sans cadre spécifique promouvant des enjeux concrets et prévoyant des méthodologies harmonisées en matière d'analyse des risques et des incidences négatives sociales, le risque d'écoblanchiment augmente, et les thématiques sociales, considérées comme peu rentables, sont écartées des stratégies d'investissement.

[991] §3.3, Appendix C, *Ibid.*

B. La temporalité étendue avec l'application progressive de nouvelles obligations

Plusieurs objectifs internationaux en matière de durabilité sont articulés avec des horizons temporels approchant rapidement. Notamment, les objectifs de développement durable (ODD) de l'ONU font partie du Programme à l'horizon 2030, consacré par la résolution 70/1 de l'Assemblée générale de l'ONU[992]. En ce sens, les États signataires sont censés s'efforcer d'atteindre les objectifs et les cibles définis jusqu'à 2030. Ces objectifs visent le développement durable au sens large et impulsent les initiatives étatiques et privées dans les domaines tels que la réduction de la pauvreté, la promotion du travail digne ou encore la protection de la vie terrestre et marine.

Similairement, les objectifs climatiques sont définis et encadrés par des échéances imminentes, comme limiter le réchauffement climatique à 1,5 °C en 2100 conformément à l'Accord de Paris[993] ce qui nécessite la réduction des émissions de gaz à effet de serre de 45 % jusqu'à 2030 et l'atteinte de l'objectif de zéro émission nette jusqu'à 2050[994]. Le pacte vert européen renforce ces ambitions, visant à limiter d'au moins de 50 % les émissions en 2030 et d'atteindre la neutralité climatique en 2050[995].

Ces objectifs, ainsi que d'autres plus granulaires, qu'ils soient contraignants ou non, sont liés aux besoins urgents de mobilisation multilatérale couplés aux enjeux scientifiques de points de bascule ou de non-retour[996] mais aussi avec les enjeux pratiques et politiques liés à la réalité de l'action transnationale. Ainsi, seule la mobilisation simultanée et multilatérale de tous types d'acteurs publics et privés peut prétendre atteindre ces objectifs et diminuer voire prévenir les dommages sociaux et environnementaux qui auront lieu le cas échéant.

---

[992] Transformer notre monde : le Programme de développement durable à l'horizon 2030, résolution 70/1 de l'Assemblée générale du 25 septembre 2015, *op. cit.* note 377
[993] L'objectif non contraignant de l'Accord de Paris, à la différence de l'objectif de limitation du réchauffement à 2°C.
[994] Nations Unies, « Pour un climat vivable : les engagements en faveur du zéro émission nette doivent être étayés par des mesures crédibles », Action Climat, 2022, https://www.un.org/fr/climatechange/net-zero-coalition
[995] Commission européenne, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Le pacte vert pour l'Europe, *op. cit.* note 158
[996] V. Masson-Delmotte et al., Réchauffement planétaire de 1,5 °C, Rapport spécial du GIEC sur les conséquences d'un réchauffement planétaire de 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels et les trajectoires associées d'émissions mondiales de gaz à effet de serre dans le contexte du renforcement de la parade mondiale au changement climatique, du développement durable et de la lutte contre la pauvreté, Résumé à l'intention des décideurs, Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat, 2019

De nombreuses approches sont déjà déployées, y compris la directive CSRD qui, à travers l'obligation de transparence pour les entreprises, vise à contribuer à l'atteinte des objectifs du Pacte vert. Toutefois, malgré les objectifs pressants, l'application des mesures prévues et nécessaires est graduelle et étalée dans le temps. Le décalage temporel entre les mises en œuvre de différentes normes entraîne effectivement un décalage dans la mise en conformité collective.

Notamment, l'application progressive de la directive CSRD par rapport aux exigences incombant aux investisseurs au vu du règlement SDRF en vigueur depuis 2021 crée un déséquilibre entre les exigences interdépendantes.

En effet, le champ d'application personnel de la CSRD s'élargit de façon considérable par rapport au nombre d'entreprises soumises à la précédente exigence de transparence en matière de facteurs non financiers. En effet, 11 700 entreprises ont été soumises à la NFRD, avec la CSRD, ce chiffre était censé passer à plus de 50 000 entreprises[997]. Elle élargit le champ d'application de la NFRD et couvre toutes les entreprises qui répondent à au moins deux des trois critères relatifs à sa taille, notamment de compter plus de 250 salariés, d'atteindre un chiffre d'affaires annuel supérieur à 40 millions d'euros ou dont le bilan total annuel excède 20 millions d'euros. Ainsi, dans un premier temps, la CSRD s'applique à toutes les grandes entreprises et à toutes les entreprises cotées sur des marchés règlementés européens. Elle élargit le périmètre de l'application également aux petites et moyennes entreprises cotées qui bénéficient d'une période transitoire de « *opt-out* » jusqu'en 2028, et des entreprises non européennes générant un chiffre d'affaires net de 150 millions d'euros dans l'Union européenne[998].

[997] Autorité des marchés financiers (AMF), Le reporting de durabilité CSRD : se préparer aux nouvelles obligations, *op. cit.* note 859

[998] *Ibid.*
Le champ d'application personnel de la CSRD est tout particulièrement visé par l'Omnibus, ces chiffres sont susceptibles de changer.
Article 3, Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, *op. cit.* note 105

Pour assurer la transition de ces entreprises et leur conformité avec les nouvelles obligations de transparence, la CSRD prévoit une mise en application progressive à partir de 2025 pour l'exercice de 2024 pour les grandes entreprises déjà soumises à la NFRD, puis chaque année par la suite le champ d'application s'élargit prenant en compte les petites et moyennes entreprises ainsi que les entreprises non cotées, et non européennes ayant des activités en Europe. La dernière catégorie d'entreprises à devoir se conformer à la CSRD devra le faire à partir de 2029 pour l'exercice de 2028[999].

L'application progressive permet un déploiement graduel des obligations, laissant le temps aux entreprises de se préparer et aux institutions d'émettre si nécessaire les standards techniques, préciser les exigences pratiques ou éventuellement réévaluer certaines applications. Cependant, le décalage de temps freinant l'application simultanée permet aux acteurs financiers de justifier leur non-conformité par l'absence de maîtrise du multilatéralisme même temporaire et dès lors d'échapper à leurs obligations.

De plus, la temporalité étendue de l'application peut entraîner des problèmes pratiques, en particulier quand elle est couplée de la temporalité étendue du processus normatif. En effet, en réponse au risque d'écoblanchiment et aux critiques par rapport à la mise en conformité, les trois autorités européennes de surveillance (AEMF, ABE et AEAPP) ont publié en juin 2024 un avis conjoint sur l'évaluation du règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur financier (SFDR)[1000]. Dans leur avis, les autorités soulignent l'importance de tenir compte de la transition verte et d'assurer une meilleure protection des consommateurs du risque d'écoblanchiment. Elles recommandent à la Commission européenne d'introduire une nouvelle classification de fonds selon leurs objectifs extra-financiers et de durabilité. Notamment, cette révision aurait pour but de simplifier et clarifier les catégories de produits financiers, dès lors classifiés en tant que « durables » ou « de transition »[1001].

[999] Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, *op. cit.* note 105

[1000] Joint Committee of European Supervisory Authorities, Joint ESAs Opinion on the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), JC 2024 06, 18 juin 2024, https://www.eiopa.europa.eu/publications/joint-esas-opinion-assessment-sustainable-finance-disclosure-regulation-sfdr_en

[1001] § 3.1.1.1, *Ibid.*

Ces nouvelles catégories, si adoptées par la Commission européenne remplaceraient la classification de fonds par articles 6, 8 et 9. Cette classification initialement développée par le marché au moment de la mise en conformité avec les dispositions du règlement SFDR, a ensuite été consacrée par les règlements délégués avec les Annexes précontractuelles II et III et les Annexes aux rapports périodiques IV et V dédiés respectivement aux fonds articles 8 et aux fonds article 9[1002].

Cette nouvelle classification s'inscrit dans une volonté plus générale de réformer le cadre normatif européen de la finance durable, ainsi que l'intégralité des « chaines de valeur des investissements durables » tel qu'énoncée par l'Autorité européenne des marchés financiers dans son avis du 24 juillet 2024[1003]. En effet, l'AEMF reconnaît que les normes existantes, certes « mises en œuvre encore récemment, mériteraient, dans une perspective à long terme, d'être simplifiées et de gagner en cohérence afin de faciliter le parcours de l'investisseur final »[1004]. Ainsi, malgré l'évolution incontestable du cadre général et des mécanismes en la matière, ces réformes, si prématurées, peuvent profondément perturber la mise en œuvre plus générale des postulats de la finance responsable, en « coupant le souffle » de la transition.

Malgré les objectifs vertueux de ces propositions, de constantes réformes peuvent mener vers des difficultés pratiques, voire des résultats contre-productifs. La stabilité des normes en matière de durabilité permettrait aux acteurs financiers d'adapter leurs pratiques, d'assurer la mise en conformité puis d'améliorer l'application de façon graduelle. Cette stabilité est nécessaire, dans une temporalité étendue, afin de pouvoir tendre réellement vers une transformation et une transition des activités financières vers les modes opératoires responsables et durables.

A contrario, son absence peut alourdir les aspects administratifs des activités

[1002] Rectificatif au règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques , *op. cit.* note 647

[1003] European Securities and Market Authority (ESMA), Opinion on the functioning of the Sustainable Finance Framework, ESMA36-1079078717-2587, 24 juillet 2024, 21 pages.

[1004] J.-M. Moulin, « Révision en vue de l'architecture européenne de finance durable », Revue de Droit bancaire et financier, Septembre-Octobre 2024, vol. n° 05, pp. 52-56.

financières, nuire ultimement à l'information du client, à la confiance du marché et à la volonté des acteurs d'y réellement participer[1005].

[1005] En effet, les épargnants seraient censés connaitre plusieurs catégorisations de produits responsables, durables, de transition ou traditionnels issus de différentes régulations, a minima SFDR et MiFID II, censées guider leurs décisions d'allocation de capitaux. La multiplication des catégorisations de produits peut ultimement nuire à la compréhension des enjeux et de stratégies d'investissements réel en matière de durabilité par les épargnants susceptibles dès lors de passer outre.

CHAPITRE II : LA SANCTION DISSUASIVE

La finance durable et la finance responsable ont longtemps été perçues comme des démarches uniquement volontaires. L'inflation normative, menée notamment en Europe par le Plan d'action pour une finance durable[1006] et le Pacte vert[1007], a créé un environnement de contrainte adaptée et flexible permettant une évolution progressive des pratiques du marché[1008]. Cela a permis une réévaluation de la place accordée aux préoccupations environnementales et sociales parmi les enjeux stratégiques pour les entreprises et les investisseurs. Cependant, elles restent fondamentalement éclipsées par la recherche de profit et de rendement, non seulement dans les perceptions et les agissements des acteurs privées, économiques et financiers mais également par les acteurs publics, tel que le démontre l'instabilité croissante du cadre normatif européen[1009].

Malgré le chemin périlleux, la finance durable et la finance responsable s'inscrivent tout de même dans un mouvement de durcissement des règles, des exigences et de croissance d'implication de toutes les parties prenantes dans la veille, le contrôle et la sanction des acteurs en matière d'ESG et de durabilité.

Par ailleurs, la recherche de responsabilisation des acteurs financiers et économiques par la sanction en matière de finance durable présente un paradoxe fondamental. La majorité des obligations repose sur le principe de « *comply or*

[1006] Commission européenne, Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre, *op. cit.* note 157
[1007] Commission européenne, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Le pacte vert pour l'Europe, *op. cit.* note 158
[1008] Voir *supra*, Chapitre I La contrainte adaptée et flexible, de la Partie II
[1009] Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, *op. cit.* note 105 ;
Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, *op. cit.* note 105

explain », et donc la volonté des acteurs de s'y soumettre. Ainsi, si la sanction est perçue comme trop stricte, cela pourrait mener vers un effet non souhaité, ne pas dissuader un mauvais comportement mais plutôt dissuader l'engagement et l'implication initiale, comme en témoigne la vague de déclassement des produits financiers[1010]. De plus, une large partie, voire la majorité du champ matériel des obligations en matière de finance durable repose sur la transparence des acteurs. Initialement basé sur des démarches volontaires puis progressivement complété par un encadrement normatif contraignant, il revient aux acteurs de divulguer les informations susceptibles d'être utilisées contre eux. En ce sens, le droit de la finance responsable repose en partie sur son attractivité, sa capacité à inciter les parties visées à « jouer le jeu ». Toutefois, la « construction d'un droit attractif suppose d'établir un équilibre entre un engagement reposant sur le volontariat et la nécessaire rigueur dans la réalisation des objectifs. Le contrôle de réalisation de ces derniers est la pierre angulaire du dispositif »[1011].

Ainsi, une surveillance et un examen des pratiques des entreprises de plus en plus minutieux (Section 1), une trop grande pression ou des sanctions trop lourdes peuvent engendrer un recul en qualité et en quantité des publications, une moindre transparence ou un plus grand risque d'écoblanchiment. Toutefois, la veille grandissante par des parties prenantes, par les régulateurs (Section 2) et les organes juridictionnels (Section 3), mène ultimement vers une responsabilisation des acteurs, dissuadant dans une certaine mesure des comportements néfastes.

[1010] Voir *infra,* B. La sanction informelle de déclassement des produits financiers du Paragraphe 3, de la Section 2, du Chapitre II, de la Partie II
[1011] R. Rhattat, S. Docq, « Les sociétés à mission : une approche par les risques », *op. cit.* note 123

Section 1. Une veille qui se concrétise

Avec l'évolution du cadre règlementaire et des pratiques de marché en matière de finance durable et responsable, les acteurs financiers et économiques se retrouvent progressivement sous une surveillance accrue de diverses parties prenantes, leurs engagements et actions scrutés de plus en plus de près. En l'absence de sanctions juridiques facilement accessibles, la pression responsabilisant les acteurs vient dans un premier temps d'une veille concurrentielle, stratégique de la part de multiples parties prenantes touchant principalement à la réputation et à l'image de marque des acteurs, et d'une veille règlementaire de la part des organes de contrôle internes et externes, menant éventuellement vers de potentielles sanctions administratives.

La veille concurrentielle concrétise le risque de réputation, dès lors un risque potentiellement financier. Sous le regard des concurrents, de la société civile ou des investisseurs, les instances d'écoblanchiment et les écarts entre les engagements affichés et les pratiques réelles peuvent nuire à la réputation et à la crédibilité des acteurs financiers et économiques, ce qui peut par la suite se traduire par des pertes financières (Paragraphe 1.). La veille règlementaire se renforce avec la multiplication des points de contrôle traçant la voie vers un risque de responsabilité tangible (Paragraphe 2.). Des organes de contrôle internes et externes veillent aux manquements de conformité par rapport aux normes de la finance durable, forçant les acteurs à développer davantage leurs processus de diligence et de surveillance.

Paragraphe 1. Une veille concurrentielle : le risque de réputation désormais tangible

Malgré son caractère incertain et non-uniforme, le risque de réputation devient progressivement un défi majeur auquel les entreprises doivent faire face (B). Ce dernier se définit principalement par une perte financière déclenchée par une atteinte à l'image de marque en raison de controverses liées aux pratiques sociales et/ou environnementales, des comportements non éthiques ou des difficultés de conformité ou de communication trompeuse (A)[1012].

A. La notion de la controverse ESG : le déclencheur du risque de réputation

Les controverses en matière d'ESG peuvent prendre plusieurs formes.

Elles peuvent être liées à un type d'activité ou un comportement particulier. Ainsi, les controverses peuvent être normatives ou sectorielles[1013], concernant d'un côté les entreprises générant du revenu en lien avec des activités illégales du point de vue de certaines conventions internationales, par exemple les armes controversées[1014] ou, d'un autre côté, actives dans certains secteurs risqués ou controversés, tels que le tabac, les jeux de hasard ou les énergies fossiles[1015].

Les controverses peuvent également apparaître soudainement[1016], issues d'un incident inattendu et inapproprié tel qu'un comportement d'entreprise constitutif d'une

[1012] « Le risque de réputation des entreprises : définitions et enjeux », Novethic, https://www.novethic.fr/lexique/detail/risque-de-reputation.html
[1013] Voir *supra*, B. Un large éventail de stratégies extra-financières, du Paragraphe 1, de la Section 1, du Chapitre II, de la Partie I
[1014] Nations Unies, Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des mines antipersonnel et sur leur destruction, *op. cit*. note 511 ;
Nations Unies, Convention sur l'interdiction de la mise au point, de la fabrication et du stockage des armes bactériologiques (biologiques) ou à toxines et sur leur destruction, *op. cit*. note 514 ;
Nations Unies, Convention sur l'interdiction de la mise au point, de la fabrication, du stockage et de l'emploi des armes chimiques et sur leur destruction, *op. cit*. note 515 ;
Nations Unies, Convention sur les armes à sous-munitions, *op. cit*. note 512 .
[1015] I. Delattre, « La controverse : première matérialisation d'un risque ESG », *op. cit.* note 709
[1016] Voir *supra*, B. Le risque ESG : une valorisation peu prévisible, du Paragraphe 1, de la Section 2, du Chapitre II, de la Partie I

violation des droits de l'Homme ou ayant un impact négatif grave sur les facteurs sociaux ou environnementaux, à l'instar de la controverse du groupe Volkswagen, dite « *dieselgate* », liée à une démarche intentionnellement frauduleuse de l'entreprise. En effet, la découverte et la publication par l'Agence américaine de protection de l'environnement de techniques de réduction factice des émissions polluantes de moteurs Volkswagen a provoqué un scandale entraînant une baisse journalière de 40 % et une forte volatilité du cours en bourse, menant également à un recours en justice, à des pertes financières liées au dédommagement des clients et des dégâts environnementaux, en plus des pertes commerciales[1017].

Concernant les facteurs sociaux, l'affaire du Rana Plaza au Bangladesh en 2013 représente un exemple de controverse causée par un comportement inapproprié d'une ou plusieurs entreprises. L'effondrement d'un immeuble a causé la mort de 1 100 ouvrières du textile qui travaillaient pour le fournisseur de nombreuses marques de textile occidentales, démontrant non seulement l'absence totale de prise de mesures adéquates de sécurité des lieux de travail et de santé des effectifs mais aussi de véritables conditions constitutives de l'esclavage moderne associées à la surproduction textile[1018]. L'affaire a mené à une condamnation publique des grandes marques de textile pour manquement à leur devoir de vigilance sur les conditions de travail le long de leur chaîne de valeur[1019.] De plus, l'affaire a provoqué une prise de conscience des législateurs, notamment préparant le chemin vers la loi française sur le devoir de vigilance – adoptée en 2017 – et encouragé les consommateurs à exiger une meilleure traçabilité des produits et la preuve du respect des droits de l'Homme. Malgré le fait que de tels modèles économiques, basés sur l'exploitation maximale des ressources humaines et naturelles et la protection minimale sociétale et environnementale, existent et prospèrent toujours, l'affaire du Rana Plaza a créé un précédent, comme le démontre le cas de l'entreprise Boohoo, dont le cours de bourse a plongé à hauteur de 45 % à la suite de révélations d'une ONG dénonçant les conditions de travail épouvantables imposées dans des ateliers en Grande-Bretagne[1020].

[1017] I. Delattre, « La controverse : première matérialisation d'un risque ESG », *op. cit.* note 709
[1018] A.-C. Husson-Traore, « Dix ans après l'effondrement du Rana Plaza, l'industrie du textile et les consommateurs ont-ils changé ? », Novethic, 24 avril 2023, https://www.novethic.fr/actualite/social/consommation/isr-rse/dix-apres-l-effondrement-du-rana-plaza-l-industrie-du-textile-et-les-consommateurs-ont-ils-change-151475.html
[1019] I. Delattre, « La controverse : première matérialisation d'un risque ESG », *op. cit.* note 709
[1020] A.-C. Husson-Traore, « Dix ans après l'effondrement du Rana Plaza, l'industrie du textile et les consommateurs ont-ils changé ? », *op. cit.* note 1018

Des controverses ESG peuvent résulter de multiples conséquences, notamment la perte de confiance des investisseurs et des clients, les fonds d'investissement et les entreprises objets de controverses ESG subissent souvent des désinvestissements, des pertes de futurs gains et une défiance accrue de la part des parties prenantes[1021], y compris des effectifs. Elles peuvent mener à des pertes financières directes ou indirectes à court, moyen et long terme en raison de l'atteinte à la valeur de l'image de marque, à un risque assurantiel, voire un risque de marché[1022], résultant en une chute du cours de bourse de l'action ou à un accès plus difficile au financement public. Toutefois, il n'y a aucune certitude que des controverses ESG, voire des impacts négatifs sur les facteurs ESG, provoquent une réaction du marché entraînant un risque de réputation. En témoignent de nombreux cas, à l'instar de Verallia, dont la réputation, l'image de marque et le cours en bourse n'ont pas souffert malgré les enquêtes sur les conditions et la qualité de travail après plusieurs suicides et tentatives de suicide d'employés[1023].

Le risque de réputation reste peu tangible car la médiatisation de mauvais comportements d'entreprises ou de produits financiers peut ou ne pas nuire à l'image de ces derniers ; ce qui peut ou non entraîner des conséquences financières, dépendant principalement de la valorisation du risque global financier par les parties prenantes. Ainsi, les conséquences, en dépit de leurs effets financiers, peuvent ne pas être suivies d'effets juridiques. En témoigne l'exemple de l'entreprise Nestlé. Après avoir fait l'objet d'une série de controverses ESG, en particulier en matière de non-respect des normes environnementales et de manquements en termes de gouvernance éthique, l'entreprise a subi une baisse de 20 % de son cours de bourse sur cinq ans[1024]. Toutefois, l'impact juridique est resté modéré, avec une condamnation au paiement d'une amende et à

[1021] Selon une étude de PwC menée sur plus de cent cinquante sociétés de capital-investissement mondiales, deux tiers des investisseurs considère l'intégration des facteurs ESG un enjeu majeur en particulier pour améliorer la réputation de la marque. Parmi les répondant français, les facteurs ESG sont considérés avoir une incidence significative sur l'attraction et la fidélisation des clients.
PricewaterhouseCoopers, Plus des deux tiers des investisseurs accordent une grande importance à l'ESG dans leur stratégie d'investissement pour créer de la valeur, *op. cit.* note 961
[1022] I. Delattre, « La controverse : première matérialisation d'un risque ESG », *op. cit.* note 709
[1023] I. Karroum, « Suicides à Verallia Cognac », *op. cit.* note 717
[1024] C. Aubry, « De trop nombreuses "affaires devraient conduire Nestlé à s'intéresser à sa gestion du risque éthique" », Le Monde, octobre 2024, https://www.lemonde.fr/idees/article/2024/10/14/de-trop-nombreuses-affaires-devraient-conduire-nestle-a-s-interesser-a-sa-gestion-du-risque-ethique_6351366_3232.html

l'obligation de restauration environnementale[1025].

Le risque de réputation se veut progressivement plus important dans la responsabilisation des entreprises et des acteurs financiers, car il démontre une transformation de la logique de marché et une revalorisation des facteurs ESG par les marchés financiers de manière générale.

Le respect et l'intégration des facteurs ESG par les entreprises et les investisseurs, en particulier quant à l'action d'atténuation du changement climatique et au respect des droits de l'Homme, relèvent très souvent d'une sphère d'intérêt général. Cependant, les acteurs privés ont vocation à être guidés uniquement par leur intérêt personnel et par la logique de marché. La régulation en matière de finance responsable est censée intégrer les paramètres ESG et de durabilité, créant un cadre à la fois encourageant et dissuasif et obligeant les acteurs privés à dépasser leurs intérêts traditionnels purement capitalistiques.

Toutefois, en l'absence de régulation ou en cas d'instabilité législative, comme l'induit la proposition de directive Omnibus, vidant une grande part de la normativité européenne en matière de durabilité de son essence, la seule façon pour les entreprises et les investisseurs de se comporter de façon responsable et durable est de trouver un autre cadre récompense-sanction. Cette transformation nécessite des acteurs privés d'aller à l'encontre de leurs modèles économiques, d'engager des coûts supplémentaires d'adaptation et de transition de leurs activités afin de prioriser les facteurs extra-financiers.

Pour permettre une telle évolution, la logique de marché doit se transformer en leur offrant, dès lors, un nouveau cadre récompense-sanction à travers un risque de réputation et un risque financier suffisamment effectif pour responsabiliser les acteurs financiers et économiques.

[1025] Chiffrés respectivement de 2 millions d'euros et de 1,1 million d'euros. *Ibid.*

B. Le risque de réputation : une sanction réelle, toutefois imprévisible

La complexité de l'évaluation du risque de réputation a été étudiée par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF)[1026] en se focalisant sur les controverses ESG issues des allégations d'écoblanchiment[1027].

Dans un premier temps, le régulateur européen note une difficulté à identifier les controverses liées à l'écoblanchiment en raison de l'important caractère arbitraire de la perception des controverses, ainsi qu'en raison de l'absence de définition universelle et de conséquences similaires en fonction des parties prenantes[1028]. Cella caractérise les incidents de risque de réputation dépassant l'exemple de l'écoblanchiment. En effet, le risque de réputation reste particulièrement difficile à évaluer en raison de sa subjectivité, d'un côté dans la mesure de la valeur d'une marque et d'un autre dans l'appréciation de la réalité du risque issu de différents impacts négatifs[1029] sur les facteurs sociaux et environnementaux difficiles à identifier ou percevoir de façon harmonisée[1030].

Dans un second temps, les résultats de l'analyse démontrent que les controverses liées à l'écoblanchiment n'ont pas eu d'impact financier négatif clair et systématique sur les entreprises en 2020 et 2021, ce qui suggère d'un côté que les investisseurs et les marchés ne les ont pas suffisamment valorisés[1031] ou n'y ont pas vu de risques plus importants, comme un risque financier immédiat ou un risque de responsabilité à moyen ou long terme. Depuis, l'attention prêtée à ces sujets a notablement évolué, mais il reste difficile d'en déduire une corrélation directe et une traduction concrète en termes financiers ni un mécanisme suffisant et efficace pour prévenir les comportements nocifs[1032].

[1026] En anglais, *European Securities and Markets Authority* (ESMA)
[1027] European Securities and Markets Authority (ESMA), The financial impact of greenwashing controversies, Publications Office, décembre 2023, https://data.europa.eu/doi/10.2856/557305
[1028] *Ibid.*
[1029] « Le risque de réputation des entreprises : définitions et enjeux », *op. cit.* note 1012
[1030] Tels que les incidents de santé et sécurité parmi les effectifs ou sous-traitants, ou des incidents de pollution ou mauvaises gestions des ressources naturelles.
[1031] European Securities and Markets Authority (ESMA), The financial impact of greenwashing controversies., *op. cit.* note 1027
[1032] *Ibid.*

Toutefois, avec la multiplication des points de contrôle[1033] et de veilles externes, ainsi qu'une montée de la vigilance des parties prenantes[1034] de manière générale, les entreprises font l'objet d'une nouvelle forme de pression. Certains organismes externes s'impliquent progressivement dans la veille dénonçant des instances d'écoblanchiment, des stratégies lacunaires ou trompeuses ou des actions préjudiciables aux facteurs environnementaux ou sociaux.

Le risque de réputation joue dès lors un rôle de levier, contraignant les acteurs économiques et financiers à revoir leurs comportements touchant aux facteurs environnementaux et sociaux.

Les organisations non-gouvernementales ou à but non lucratif, comme Reclaim Finance[1035], veillent en particulier à rendre les actions des institutions financières plus transparentes[1036]. Toutefois, cette recherche externe ne peut souvent se baser que sur des données publiques limitant ainsi leur périmètre voire les exposant à certains biais. Malgré une plus grande implication des acteurs désintéressés économiquement[1037], cette veille reste fondamentalement conditionnée au respect des obligations de transparence par les entreprises et acteurs financiers. Par ailleurs, certaines organisations et associations adoptent une stratégie plus proactive de l'activisme actionnarial, en investissant directement dans le capital des entreprises controversées[1038]. Elles utilisent leurs droits d'actionnaires afin d'exercer une pression non négligeable sur celles-ci, notamment en matière de transparence et de respect des engagements volontaires[1039]. Elles votent également aux assemblées générales en faveur des résolutions stratégiques en matière de finance durable et sanctionnent les organes de gouvernance et de gestion inactifs ou s'opposant directement à la mise en place des stratégies extra-financières ou de durabilité. Faisant cela, elles tirent pleinement partie de leur position même minoritaire dans le capital.

[1033] Voir *infra,* Paragraphe 2. Une veille règlementaire : la multiplication des points de contrôle, de la Section 1, du Chapitre II, de la Partie II
[1034] Notamment, les investisseurs, les banques, les assureurs, les concurrents, les partenaires commerciaux, les consommateurs, ainsi que les ONG et la société civile au sens large.
[1035] Site officiel : https://reclaimfinance.org/site/qui-sommes-nous/
[1036] N.-P. Werlé, R. Joyeux, C. Williams, Les banques européennes et la transition : l'heure du bilan, Reclaim Finance, 7 novembre 2024, https://reclaimfinance.org/site/2024/11/07/les-banques-europeennes-et-la-transition-lheure-du-bilan/
[1037] Notamment des associations, des médias et/ou des ONG, a contrario des agences de notation par exemple, dont le modèle économique dépend de la vente de la recherche et des analyses.
[1038] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[1039] *Ibid.*

Les entreprises de conseil en investissement ou agences de notation procèdent à des analyses et des études approfondies sur le caractère responsable ou durable des produits financiers ou des entreprises. Elles peuvent également participer à cette tendance. Ces veilles soumettent les entreprises à un contrôle externe additionnel et les exposent à un potentiel risque de réputation. Toutefois, la crédibilité et la qualité de ces veilles semblent fortement biaisées par le but commercial auquel elles obéissent. En effet, ces analyses et notations sont souvent faites soit à l'initiative des entreprises notées qui y recherchent une forme de reconnaissance, soit avec leur connaissance, destinées aux investisseurs acheteurs de telles informations. Elles constituent dès lors un produit et non pas une poursuite de transparence. Leur utilité, voire leur existence et leur périmètre de couverture, sont déterminés par l'intérêt financier qu'elles provoquent. Se posent en ce sens des questions de conflits d'intérêt et d'impartialité desdits résultats. Certes, il peut s'agir d'une forme de veille et de contrôle externe, surtout si l'entreprise de notation émet des recommandations d'amélioration. La pertinence d'un tel contrôle semble néanmoins réduite, étant donné que le but primaire reste commercial.

D'un autre côté, le régulateur français met en place des mesures de « *name and shame* » établissant des rapports sur les analyses du comportement des différents acteurs financiers en termes de gouvernance d'entreprise, des analyses SPOT (Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique) [1040], de la transparence conformément à l'article 29 de la loi Énergie-Climat, etc. Ces dénonciations ont pour but de sanctionner indirectement ces comportements lacunaires ou non conformes en s'attaquant directement à la réputation des acteurs[1041].

Avec le temps, les regards sont plus compétents et qualifiés en termes d'analyse de potentiels risques et impacts négatifs et dès lors plus exigeants. Cela impose une veille minutieuse pour les entreprises le long de leur chaîne de valeur et

[1040] Voir *infra,* B. du Paragraphe 2, de la Section 1, du Chapitre II, de la Partie II
[1041] A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *op. cit.* note 438, pp. 202-208

d'approvisionnement à laquelle il est plus difficile d'échapper, concrétisant entre autres le risque de réputation.

Progressivement, le risque de réputation s'avère tangible et pertinent tant pour les entreprises que pour les établissements bancaires et financiers, devenant davantage dissuasif. Si le risque de sanction en matière de finance responsable a été historiquement faible, en particulier quant aux poursuites juridiques ou administratives de la part du régulateur, les conséquences financières du risque de réputation sont désormais les plus susceptibles de remettre en cause le comportement néfaste des acteurs économiques et financiers.

Paragraphe 2. Une veille règlementaire : la multiplication des points de contrôle

Avec le temps, la finance responsable semble s'enraciner dans les pratiques de marché. Malgré la montée des allégations d'écoblanchiment, les engagements évoluent en termes qualitatifs et quantitatifs de façon globale et se traduisent par des mesures concrètes contraignant la gestion des entreprises et des produits financiers[1042]. La montée en compétence des acteurs ainsi que la stabilisation relative du cadre juridique expliquent en partie cette évolution. D'un autre côté, la veille concurrentielle par les parties prenantes ne suffit pas à transformer en profondeur les habitudes ancrées dans la logique du marché. La veille règlementaire devient progressivement plus qualitative, plus approfondie et plus stricte, instaurant une nouvelle couche dissuasive pour les acteurs financiers (A). Ainsi, avec la CSRD, de nouveaux points de contrôle apparaissent quant à la vérification et l'audit des engagements et de la transparence en matière de finance durable et responsable pour les acteurs économiques (B).

A. Les acteurs financiers face à une veille règlementaire renforcée

Les autorités de régulation européennes et nationales renforcent leur surveillance et imposent des sanctions plus sévères, telles que des amendes et sanctions financières, voire ouvrent la voie vers les poursuites civiles et pénales en cas de manquement aux obligations ESG et de durabilité, souvent contractuelles ou légales. Avant même les régulateurs, les entreprises d'investissement et sociétés de gestions de portefeuille sont désormais exposées à de multiples points de contrôle réglementés, notamment des contrôles en interne par des effectifs spécifiques chargés de veille et

[1042] Voir *supra*, Section 2. L'obligation de transparence indirectement efficace du Chapitre I, de la Partie II

d'audit, comme le *middle* ou *back office*[1043], les contrôleurs externes et les dépositaires[1044].

Tout d'abord, le contrôle interne chez les acteurs financiers est généralement effectué par le *middle* ou *back office*, chargé également de la conformité. Ces départements veillent au respect des engagements financiers et extra-financiers[1045] par les gérants et les équipes de gestion lors de la constitution et de la gestion des fonds, particulièrement lors de l'introduction de nouvelles valeurs et tout au long de la vie des actifs dans le portefeuille. Ils veillent à la conformité des opérations d'arbitrage[1046], d'investissement ou de désinvestissement par rapport à la stratégie et aux objectifs financiers et extra-financiers du portefeuille. En effet, périodiquement, le *middle* ou *back office* établit la valeur liquidative[1047] du portefeuille[1048]. Pour ce faire, ces départements vérifient que les opérations effectuées au cours de cette période ont suivi et ont contribué à la stratégie et aux objectifs donnés. En ce sens, ils veillent à la bonne application et à la bonne exécution

[1043] En effet, le middle office est le département d'une entreprise financière chargé de la gestion des risques et des ressources informatiques ; il se situe entre le front office, qui comprend les équipes commerciales et la finance d'entreprise et le back office, qui fournit les services administratifs, de support et de paiement. Les fonctions du middle et du back office sont essentielles à la gestion, au contrôle des risques et à la bonne exécution des transactions.
C.M. Kopp, « Middle Office Definition and Function in Financial Services Firms », Investopedia, 16 mars 2024, https://www.investopedia.com/terms/m/middleoffice.asp

[1044] Selon, la Directive 2009/65/CE, « La garde des actifs d'un fonds commun de placement doit être confiée à un dépositaire. » Ce dernier veille régulièrement à la conformité de la gestion des actifs, et
« a) s'assure que la vente, l'émission, le rachat, le remboursement et l'annulation des parts effectuées pour le compte du fonds commun de placement ou par la société de gestion ont lieu conformément au droit national applicable et au règlement du fonds;
b) s'assure que le calcul de la valeur des parts est effectué conformément au droit national applicable et au règlement du fonds;
c) exécute les instructions de la société de gestion, sauf si elles sont contraires au droit national applicable ou au règlement du fonds;
d) s'assure que, dans les opérations portant sur les actifs du fonds commun de placement, la contrepartie lui est remise dans les délais d'usage;
e) s'assure que les produits du fonds commun de placement reçoivent une affectation conforme au droit national applicable et au règlement du fonds. »
Article 22, Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte), *op. cit.* note 29

[1045] Les engagements exprimés dans les prospectus et les documents précontractuels.

[1046] Le terme arbitrage en finance ne se réfère pas au mécanisme de règlement des différends mais signifie le processus de prise de décision de revalorisation des positions au sein d'un portefeuille.

[1047] La valeur liquidative ou « VL » d'un portefeuille correspond à la valeur cumulative de ses actifs nets, calculée en additionnant la valorisation de chacune des valeurs détenues selon une fréquence déterminée.
Morningstar, « Qu'est-ce que la valeur liquidative ? », Morningstar, Investing ABC, 1 octobre 2013, https://www.morningstar.fr/fr/news/113251/quest-ce-que-la-valeur-liquidative-.aspx

[1048] Généralement il s'agit d'une périodicité quotidienne ou hebdomadaire.
Selon l'article 411-54 du Règlement général de l'AMF : « Les OPCVM sont tenus d'établir leur valeur liquidative conformément aux articles 411-27 à 411-33. Cette valeur liquidative est établie et publiée selon une périodicité adaptée à la nature des instruments financiers, contrats, valeurs et dépôts détenus par l'OPCVM.
« Les OPCVM doivent publier, de façon appropriée, la valeur liquidative des parts ou actions qu'ils émettent au moins deux fois par mois. La périodicité de la publication de la valeur liquidative des parts ou des actions émises peut toutefois être mensuelle, à condition que cela ne porte pas préjudice aux intérêts des porteurs ou actionnaires et sous réserve de l'agrément préalable de l'AMF. » ».
Article 411-54 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), en vigueur du 10/01/2011 au 20/10/2011, 10 janvier 2011, https://www.amf-france.org/fr/eli/fr/aai/amf/rg/article/411-54/20110110/notes

des stratégies ESG et de durabilité du portefeuille.

Pour que ce contrôle soit effectif, les personnes concernées doivent être capables d'analyser et d'apprécier les enjeux ESG et de durabilité. L'absence de formation adéquate vide cette étape essentielle de son utilité, permettant ainsi aux effectifs du *front office*, c'est-à-dire de gestion, de dénaturer les stratégies et les objectifs extra-financiers à des fins d'autres préoccupations, notamment financières, évitant la contrainte et la responsabilisation.

La qualité et la profondeur du contrôle interne dépend également des exigences de transparence des régulateurs, des dépositaires, des clients ou des entreprises de commercialisation des produits financiers. L'implication de ces parties prenantes joue un rôle primordial dans l'amélioration des procédures internes relatives à l'intégration des facteurs de durabilité dans les stratégies de gestion des produits financiers et leur vérification. La multiplication des requêtes pour des informations spécifiques et structurées solidifie la pratique du contrôle interne, incitant progressivement le développement des compétences et des processus en matière de finance responsable.

Jusqu'alors, de sérieux manquements ont été remarqués quant à la mise en place de mécanismes de contrôle. Si une majorité de sociétés de gestion met en place des contrôles avant l'investissement, cf. *pre-trade*, une partie significative ne recourt à aucune forme de vérification, que les investissements souhaités soient conformes ou non aux engagements ESG[1049]. Près de la moitié des engagements ESG semble échapper à toute vérification et un quart ne fait l'objet d'aucun contrôle *post-trade* augmentant ainsi les instances de non-conformités involontaires[1050]. Si à travers les années, les mécanismes de contrôle se sont multipliés parmi les sociétés de gestion, ils restent parfois peu formalisés, insuffisamment documentés ou peu clairs[1051]. En particulier le manque de vérification de la qualité des

[1049] Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT relative au respect des engagements extra-financiers contractuels des sociétés de gestion de portefeuille, Contrôles SPOT, juin 2023, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/syntheses-des-controles-spot/synthese-des-controles-spot-relative-au-respect-des-engagements-extra-financiers-contractuels-des

[1050] *Ibid.*

[1051] Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT relative à l'intégration des risques en matière de durabilité et à la publication d'informations y afférentes par les sociétés de gestion de portefeuille, juillet 2024,

données utilisées dans l'application des engagements ESG nuit à la fiabilité générale de ces derniers[1052].

Toutefois, une telle implication multipartite serait susceptible de créer des cercles vertueux d'amélioration des pratiques interdépendantes, entraînant la mobilisation et la responsabilisation du système financier et économique entier.

De plus, les sociétés de gestions de portefeuille doivent nécessairement recourir à un contrôle externe[1053], lequel confère une certaine objectivité et permet de recourir ou d'accéder à des expertises spécifiques additionnelles. Cela permet d'apporter un regard externe potentiellement critique aux mécanismes, politiques et outils internes et de s'assurer de la conformité de forme et de fond avec les exigences en matière de finance responsable. Toutefois, le mandat des contrôleurs externes reste défini par la société de gestion et les résultats demeurent privés[1054], limitant ainsi sa portée, voire ses conséquences. Avec la loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique de 2016, dite « loi Sapin 2 »[1055], instaurant le dispositif d'alerte et de protection légale du lanceur d'alerte[1056], la dénonciation de comportements ayant des impacts négatifs sociaux et/ou environnementaux identifiés lors du contrôle interne et/ou externe est désormais protégée d'éventuelles représailles de la part de la société de gestion. Néanmoins, l'enjeu principal reste la mise en place de processus adéquats et non biaisés de contrôle et l'identification effective des instances de non-conformité.

Les sociétés de gestion et les produits financiers sont soumis à un autre contrôle, celui des dépositaires. Ces derniers jouent un rôle très important dans l'assurance de la

https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/syntheses-des-controles-spot/synthese-des-controles-spot-relative-lintegration-des-risques-en-matiere-de-durabilite-et-la

[1052] *Ibid.*

[1053] Les sociétés de gestion, ayant statut de conseiller en gestion de patrimoine (CGP), en tant que CIF sont soumis à des obligations de contrôle adapté à la nature et à la taille de leur activité, définies par les articles L. 541-1 à L. 541-9-1 du Code monétaire et financier, ainsi que par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), en particulier les articles 325-1-A à 325-32.

[1054] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80

[1055] LOI n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (1), 2016-1691, décembre 2016

[1056] Chapitre II : De la protection des lanceurs d'alerte (Articles 6 à 16), *Ibid.*

bonne application des engagements contractuels ainsi que dans la responsabilisation des acteurs financiers. Les dépositaires sont des établissements chargés de veiller au respect des normes de gestion fixées par l'Autorité des marchés financiers, l'informant en cas de non-respect des normes ou de dépassement de ratios et qui contrôlent la régularité des décisions d'investissement prises par un produit financier[1057]. Traditionnellement, l'objectif de ce contrôle a été uniquement financier, mais avec la structuration de l'offre ESG et durable, les dépositaires ont vu leurs compétences s'élargir, veillant ainsi à la bonne exécution des stratégies extra-financières et au respect des engagements ESG promis aux souscripteurs. Les dépositaires vérifient et valident en priorité les documents précontractuels des portefeuilles, spécifiquement en matière de classification article 8 ou 9 du règlement SFDR et du choix de stratégies conformes aux exigences de ces derniers. Ils doivent également intégrer les obligations de l'AEMF portant sur le nom des fonds durables[1058] et les exigences de la doctrine 2020-03 de l'AMF quant à la transparence extra-financière[1059] dans leur veille en matière de finance durable**.**

Ils doivent par la suite contrôler l'application de ces engagements et de toutes les contraintes financières et extra-financières des portefeuilles issus de la documentation précontractuelle, comme la bonne application de la stratégie d'investissement, notamment l'investissement responsable et durable axé sur la Taxonomie ou d'autres référentiels, le respect des ratios, tels que les exclusions ou les proportions spécifiques dédiées à certains types d'actifs ou les seuils d'investissement[1060].

Toutefois, les contrôles des dépositaires sont basés sur les informations transmises par les sociétés de gestion, notamment les situations de non-respect des engagements ou des ratios ESG définis dans les documents précontractuels des produits financiers ou les *breaches*. Le contrôle du dépositaire repose dès lors entièrement sur la crédibilité des informations et la qualité du processus d'identification et de qualification des *breaches* par les sociétés de gestion[1061]. Ainsi, selon l'analyse de l'AMF, seules 30 % des sociétés de

[1057] « Dépositaire », Glossaire de la Finance, Compagnie parisienne de réescompte (CPR) Asset Management, https://cpram.com/fra/fr/particuliers/glossaire/cpram.com/fra/fr/particuliers/glossaire/depositaire
[1058] European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report, Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms, *op. cit.* note 633
[1059] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 27 juillet 2020, *op. cit.* note 562
[1060] S. Sebag, « Les dépositaires français progressent dans les chantiers ESG », Option Finance, 27 septembre 2024, https://www.optionfinance.fr/rubrique-asset-management/les-depositaires-francais-progressent-dans-les-chantiers-esg.html
[1061] D. Deleage, « Conclusions des échanges avec le GT de Place autour des obligations des dépositaires à l'égard des contraintes extra-financières des placements collectifs », 15 février 2024

gestion déclarent avoir échangé avec leur dépositaire sur le sujet des engagements ESG. Malgré, l'obligation pour les dépositaires d'intégrer les critères ESG dans leurs contrôles des ratios, des arbitrages et des opérations d'investissement[1062], peu de dépositaires semblent avoir mis en œuvre de contrôles actifs des engagements ESG, voire mis en place des approches complètes et standardisées à cet égard[1063]. Leur faible implication fragilise la procédure du contrôle ainsi que la portée et l'effectivité du dispositif de surveillance des engagements ESG.

Dans la mesure où il s'agit de nouveaux domaines de contrôle pour les dépositaires, les paramètres ne sont pas spécifiquement identifiés comme pour les engagements financiers diminuant ainsi leur efficacité. De plus, la fréquence des contrôles des engagements au niveau des produits financiers et leur niveau de granularité restent incertains[1064].

En ce sens, le niveau de confiance en ce type de contrôle reste nuancé.

[1062] §46, European Securities and Markets Authority (ESMA), Supervisory briefing - Sustainability risks and disclosures in the area of investment management, nº ESMA34-45-1427, 31 mai 2022, https://www.esma.europa.eu/document/supervisory-briefing-sustainability-risks-and-disclosures-in-area-investment-management
[1063] Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT relative au respect des engagements extra-financiers contractuels des sociétés de gestion de portefeuille, *op. cit.* note 1049
[1064] D. Deleage, Conclusions des échanges avec le GT de Place autour des obligations des dépositaires à l'égard des contraintes extra-financières des placements collectifs, *op. cit.* note 1061

B. Les acteurs économiques face à une nouvelle veille règlementaire

Comme précédemment mentionné, la directive CSRD requiert des entreprises un rapport de durabilité, ce dernier doit être validé par le commissaire au compte (CAC) ou par un Organisme Tiers Indépendant (OTI), dépendant de la transposition par les États[1065]. Notamment, pour faire valider le rapport annuel financier, les entreprises soumises à la CSRD doivent nécessairement rapporter et faire valider le rapport de durabilité[1066]. Cette première étape est fondamentale car elle conditionne la validation du rapport financier – une étape ancrée et indiscutable dans la gestion d'entreprise – à l'exercice de transparence en matière de durabilité, généralement considéré de moindre importance et associé à la communication ou au marketing. Cette première instance de contrôle exerce une véritable pression sur les entreprises et crédibilise l'exercice.

Cette nouvelle exigence d'audit des informations entraîne un profond changement d'approche de transparence pour toutes les entreprises y étant soumises[1067]. Les organes de contrôle externes doivent non seulement vérifier le résultat final, à savoir le rapport de durabilité, mais également veiller à l'exercice entier de transparence. Cela force les entreprises à encadrer leurs stratégies et méthodologies, notamment leurs processus d'analyse de la double matérialité, d'analyse des écarts, de récolte des données, de formation des effectifs et enfin de divulgation et publication des informations.

En pratique, le contrôle externe nécessite également la mise en place d'un dialogue étroit entre les commissaires aux comptes ou les organismes tiers indépendants et les instances internes chargées de l'exercice tout au long du processus de production et de

---

[1065] En France, les CAC et les OTI accrédités par le Comité français d'accréditation (COFRAC), et inscrits sur la liste officielle de la Haute Autorité de l'Audit sont susceptibles d'effectuer l'audit et la vérification des rapports de durabilité.
Ordonnance n° 2023-1142 du 6 décembre 2023 relative à la publication et à la certification d'informations en matière de durabilité et aux obligations environnementales, sociales et de gouvernement d'entreprise des sociétés commerciales, JUSC2327648R, décembre 2023
En effet, l'audit de durabilité peut être effectué par les auditeurs spécialisés et spécialement formés au sein des OTI, indépendants des entreprises auditées et par le commissaire aux comptes qui certifie les résultats de l'audit.
Fieloux Avocats, « CSRD : nouvelles responsabilités des commissaires aux comptes et auditeurs tiers », Entreprise, février 2024, https://fieloux.com/csrd-resp-commissaires-aux-comptes-et-auditeurs-tiers/

[1066] Au vu de l'ordonnance n° 2023-1142, les commissaires aux comptes ont désormais une double responsabilité : la certification des rapports financiers et comptables et la certification du rapport de durabilité et des informations en matière de durabilité.
Fieloux Avocats, « CSRD : nouvelles responsabilités des commissaires aux comptes et auditeurs tiers », *op. cit.* note 1065

[1067] Qu'elles aient déjà été soumises à une obligation légale ou règlementaire de transparence ou non, les entreprises n'ont précédemment pas été soumises à l'obligation d'audit du rapport de durabilité.

contrôle du rapport[1068].

Tel que précédemment mentionné, le niveau d'assurance exigé est « limité »[1069], ne nécessitant qu'une vérification superficielle de l'absence d'inexactitudes significatives [1070]. À partir de 2028, le niveau d'assurance sera susceptible d'être renforcé au niveau « raisonnable »[1071], équivalent aux informations financières, approfondissant les exigences de l'exercice de l'audit sur la forme et le fond [1072]. Le niveau d'assurance « limité » reste moins exigeant en termes de volume de travail ainsi que de profondeur et de périmètre de l'examen[1073]. Toutefois, même à ce stade, les entreprises doivent prouver la mise en œuvre de diverses procédures structurant ainsi leur approche non seulement de transparence mais aussi de gestion des facteurs de durabilité, les intégrant dans les processus décisionnels, de gestion stratégique et opérationnelle et de gouvernance.

En France, l'ordonnance n° 2023-1142, transposant la directive CSRD, renforce de manière significative les exigences pour la vérification et la certification des informations en matière de durabilité ainsi que le rôle et les responsabilités des commissaires aux comptes. Elle introduit également l'obligation de l'examen contradictoire des informations du rapport de durabilité que l'audit soit réalisé par deux commissaires aux comptes ou par un commissaire aux comptes et un organisme tiers indépendant. L'examen contradictoire permet d'assurer une évaluation complète et rigoureuse des informations divulguées dans

[1068] Autorité des marchés financiers (AMF), Le reporting de durabilité CSRD : se préparer aux nouvelles obligations, *op. cit.* note 859

[1069] Article 26 bis, Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *op. cit.* note 104

[1070] §60, *Ibid.*

[1071] La directive CSRD prévoit un renforcement progressif du niveau d'assurance en commençant par l'obligation de d'audit sur la base d'une mission d'assurance limitée, évoluant vers une mission d'assurance raisonnable si cela se démontre possible pour les contrôleurs des comptes et les entreprises, notamment en termes d'évolution du marché de l'assurance et des pratiques des entreprises en matière de transparence.
Ibid.
La directive visant la simplification de la directive CSRD partie du corpus OMNIBUS, propose maintenir le niveau d'assurance « limitée ».
Explanatory Memorandum, Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, *op. cit.* note 105, p 4 ;
Article 1, (1), (11), Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, *op. cit.* note 105

[1072] §60, Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *op. cit.* note 104

[1073] §60, *Ibid.*

le rapport, ainsi que de confronter et corroborer les observations et conclusions, voire émettre des réserves sur la validité des procédures ou la véracité des informations[1074]. Également, le renforcement des sanctions applicables aux commissaires aux comptes et désormais aux organismes et auditeurs indépendants en cas de manquement démontre l'importance accordée aux facteurs de durabilité, à la qualité des informations et à la fiabilité des rapports de durabilité des entreprises[1075].

Par ailleurs, la directive CSRD requiert également la mise en place d'un processus de contrôle interne par les organes de gouvernance, responsables de la conformité du rapport de durabilité à la directive CSRD et au règlement Taxonomie[1076] et par le comité d'audit, responsable de l'intégrité de l'information en matière de durabilité[1077].

L'obligation de contrôle interne force les organes de gouvernance à s'impliquer dans l'exercice de transparence et dès lors dans la gestion des enjeux de durabilité.

D'un côté, le contrôle interne nécessite la mise en place de processus de collecte et de vérification des données ainsi que de veille et d'analyse des résultats qualitatifs et quantitatifs, objets des rapports de durabilité.

D'un autre côté, le contrôle interne oblige les instances de gestion et de gouvernance à réellement prendre connaissance des enjeux et des potentiels ou actuels impacts négatifs sur les facteurs de durabilité, à l'instar des dommages environnementaux ou de violations des droits de l'Homme le long de la chaîne d'approvisionnement qui, en l'absence d'incidences financières significatives, pourraient rester largement ignorés. L'implication de ces instances au nom du contrôle interne permet dès lors non seulement une vérification des informations susceptibles d'être publiées mais aussi et surtout une plus large prise en compte des facteurs de durabilité, dépassant le simple exercice de transparence et ouvrant la voie vers une réelle responsabilisation.

[1074] Fieloux Avocats, « CSRD : nouvelles responsabilités des commissaires aux comptes et auditeurs tiers », *op. cit.* note 1065
[1075] *Ibid.*
[1076] Préambule, §60, Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *op. cit.* note 104
[1077] Autorité des marchés financiers (AMF), Le reporting de durabilité CSRD : se préparer aux nouvelles obligations, *op. cit.* note 859

Ces nouvelles instances de contrôle renforcent la qualité et la fiabilité du rapport de durabilité, et mènent également vers une potentielle responsabilisation des acteurs.

Section 2. Le régulateur – l'autorité clé de la finance responsable

Avec la multiplication des produits ESG et de durabilité, les autorités de régulation des marchés financiers deviennent des acteurs clés, voire des gardiens de la fiabilité et de la crédibilité des engagements des acteurs financiers et économiques.

À travers leurs multiples rôles, les régulateurs européens et nationaux intensifient leur surveillance des acteurs, l'encadrement et l'accompagnement de ces derniers dans l'application des exigences normatives européennes et nationales et le contrôle et la sanction de leurs pratiques (Paragraphe 1). Plus concrètement, le régulateur national veille à l'adéquation des engagements affichés par les acteurs et leurs produits avec diverses obligations et pratiques (Paragraphe 2.) et, en cas de manquement, peut sanctionner le comportement problématique (Paragraphe 3.). En effet, directement sur le terrain, le régulateur vérifie en amont de la commercialisation des produits financiers, voire spontanément en aval, la conformité effective des démarches des acteurs, d'un côté par rapport aux exigences règlementaires ou législatives imposées, et d'un autre par rapport aux engagements contraignants définis par les acteurs eux-mêmes.

Ainsi, préalablement aux instances juridictionnelles, le régulateur national statue sur les manquements aux obligations des entreprises et peut prononcer des sanctions à cet effet.

Paragraphe 1. Les rôles multiples des régulateurs

Chaque marché financier est nécessairement doté d'un régulateur, voire d'un ensemble d'organismes de régulation. Au niveau européen, il s'agit des autorités européennes de surveillance financière (AES)[1078], qui travaillent sur l'harmonisation de la supervision financière, ainsi que sur l'évaluation des risques et des vulnérabilités du système financier au sein de l'Union. Elles développent dans le cadre de leur mandat un corpus de normes prudentielles qui s'adressent aux institutions financières européennes et celles des États membres (A).

Au niveau national, il s'agit principalement de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), qui veillent à la transparence, à la lutte contre l'écoblanchiment et à l'intégration des facteurs climatiques et extra-financiers dans l'évaluation des risques systémiques et des vulnérabilités du marché français[1079]. Spécifiquement, l'Autorité des marchés financiers supervise les acteurs financiers afin d'assurer une bonne application des normes de finance durable, encadrant leur communication extra-financière et veillant à la transparence et sincérité de leurs engagements (B.).

A. Le régulateur européen – la figure normative

Au sein de l'Union européenne, les autorités européennes de surveillance financière jouent un rôle central quant à l'intégration des enjeux de durabilité dans la régulation des marchés, la supervision prudentielle et l'orientation normative financière. Elles contribuent à l'évaluation des risques et vulnérabilités des systèmes financiers nationaux et européens, davantage exposés aux risques climatiques

[1078] En anglais, European Supervisory Authorities (ESA)
[1079] Autorité des marchés financiers (AMF), « Nos engagements pour la finance durable », AMF, septembre 2022, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/finance-durable
Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), « Notre engagement, Nos engagements en faveur de la finance durable et nos engagements RSE », 27 mars 2025, https://acpr.banque-france.fr/fr/lacpr/notre-engagement

physiques et transitionnels, ainsi qu'aux facteurs de durabilité de manière générale. Dans leur rôle normatif, elles contribuent à l'élaboration, l'interprétation et l'application des normes européennes et internationales visant à renforcer la transparence, la résilience et l'intégration de la durabilité dans les pratiques des acteurs financiers. Au vu de l'imprévisibilité et de la gravité potentielle des risques climatiques, le rôle des autorités de régulation des marchés dépasse le verdissement des orientations des flux, mais nécessite un travail de détermination et d'intégration des risques susceptibles d'émerger[1080]. Ne se substituant pourtant pas aux politiques publiques, les autorités de régulations peuvent jouer un rôle proactif et pragmatique dans l'interprétation et l'application des normes en matière de finance durable et responsable[1081].

Les trois autorités européennes de surveillance financière sont l'Autorité bancaire européenne (ABE)[1082] pour les banques, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP)[1083] pour l'assurance et les pensions et l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF)[1084] pour les marchés financiers.

Conjointement, les autorités européennes jouent un rôle fondamental dans l'intégration des préoccupations extra-financières dans les normes régulant le système financier et les marchés européens. De l'intégration des facteurs de durabilité dans la mesure des risques et d'incidences négatives[1085] à la concrétisation des approches de transparence et de lutte contre l'écoblanchiment[1086], elles veillent à la bonne application de la régulation en la matière et publient des rapports[1087], des recherches et des documents de

[1080] J.-M. Moulin, M. Nussenbaum, S. Schiller, La finance durable, *op.cit*. note 94
[1081] *Ibid.*
[1082] En anglais, *European Banking Authority* (EBA)
[1083] En anglais, *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA)
[1084] En anglais, *European Securities and Markets Authority* (ESMA)
[1085] Joint Committee of European Supervisory Authorities, Joint ESAs Opinion on the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), *op. cit.* note 1000
[1086] S. European Supervisory Authorities, ESAs call for enhanced supervision and improved market practice on sustainability-related claims, Press Release, n° ESMA71-545613100-2519, 4 juin 2023, https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-call-enhanced-supervision-and-improved-market-practice-sustainability
[1087] Joint Committee of European Supervisory Authorities, Principal Adverse Impact disclosures under the Sustainable Finance Disclosure Regulation, Annual Report to the Commission under Article 18 of Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector, JC 2024 68, 30 octobre 2024, https://www.eiopa.europa.eu/publications/2024-joint-esas-annual-report-principal-adverse-impact-disclosures-under-sustainable-finance_en

consultation[1088] guidant les acteurs financiers du marché européen dans son intégralité. Leur rôle consultatif devient de plus en plus important dans le cadre de l'élaboration des régulations issues du Plan d'action sur la finance durable, en particulier quant à l'harmonisation de l'interprétation des standards techniques.

Les AES sont également membres de la plateforme sur la finance durable et assurent la supervision des nouvelles règles européennes. Elles participent et organisent les consultations communes sur l'interprétation des articles des règlements tels que SFDR, Taxonomie, *Green bonds* et leurs règlements délégués. Le régulateur du marché européen, l'AEMF, travaille en particulier sur les consultations proposant des critères techniques d'application destinés à expliciter l'utilisation des données estimées[1089], précisant des exigences de transparence quant aux principales incidences négatives et au principe « *DNSH* » (en anglais *Do Not Significant Harm*)[1090], ainsi que la description des caractéristiques ou des objectifs environnementaux et sociaux des fonds[1091]. Cela démontre l'importance des régulateurs de marchés dans la création, l'interprétation et la veille de l'application des règles de finance durable.

Les AES adossent les objectifs de transition des institutions européennes politiques face aux défis considérables auxquels les économies mondiales et régionales font face, comme le changement climatique, la dégradation et l'érosion de la biodiversité ou encore la précarisation de la condition humaine. Individuellement, elles ont chacune leur rôle dans la transition du système économique et financier européen et ont chacune publié leurs stratégies et des plans d'action respectifs pour rendre public

[1088] European Securities and Markets Authority (ESMA), Concepts of sustainable investments and environmentally sustainable activities in the EU Sustainable Finance framework, n° ESMA30-379-2279, 22 novembre 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2279_Note_Sustainable_investments_SFDR.pdf
[1089] European Securities and Markets Authority (ESMA), Concept of estimates across the EU Sustainable Finance framework, n° ESMA30-1668416927-2548, 22 novembre 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-1668416927-2548_Note_Use_of_estimates_and_equivalent_information.pdf
[1090] European Securities and Markets Authority (ESMA), 'Do No Significant Harm' definitions and criteria across the EU Sustainable Finance framework, *op. cit.* note 898
[1091] European Securities and Markets Authority (ESMA), Concepts of sustainable investments and environmentally sustainable activities in the EU Sustainable Finance framework, *op. cit.* note 1088

le développement de leur expertise sur la finance durable ainsi que leur implication dans cette transformation[1092].

Notamment, pour la transition du système financier vers plus de résilience et de durabilité, il est nécessaire de construire un cadre solide et robuste de produits bancaires adaptés à de tels besoins de financement. En ce sens, l'Autorité bancaire européenne travaille sur l'intégration des facteurs ESG et de durabilité dans le cadre prudentiel, de gestion et de supervision des risques des institutions bancaires et des autorités de supervision européennes[1093]. Elle travaille sur le développement et l'application des *stress tests* de différents scénarios climatiques pour le secteur bancaire européen[1094]. Elle contribue également aux travaux règlementaires et à l'application des normes de transparence en développant des standards techniques et des modèles de divulgation des informations extra-financières pour les institutions bancaires et de marché[1095].

Le secteur de l'assurance et les fonds de pension jouent un rôle particulièrement important quant à la durabilité ; les investissements, produits et services peuvent non seulement être étroitement liés aux facteurs de durabilité, mais ils peuvent aussi directement contribuer à l'atténuation et à l'adaptation aux risques climatiques physiques et transitionnels. En ce sens, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles définit plusieurs rôles et actions en matière de finance durable et responsable. En effet, elle travaille sur la surveillance des risques ESG et leur intégration dans les cadres prudentiels pour les assureurs et fonds de pension et dans la régulation Solvabilité II[1096]. Elle travaille également à la consolidation des analyses des risques ESG macro et micro-économiques, à la protection des assurés et à l'adéquation des produits

[1092] European Banking Authority (EBA), The EBA Roadmap on Sustainable Finance, EBA/REP/2022/30, European Banking Authority (EBA), décembre 2022
European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), EIOPA Sustainable finance activities 2022-2024, 7 décembre 2021, https://www.eiopa.europa.eu/publications/sustainable-finance-activities-2022-2024_en
European Securities and Markets Authority (ESMA), ESMA strategy 2023-2028, nº ESMA22-439-1076, European Securities and Markets Authority (ESMA), 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_strategy_2023-2028.pdf
European Securities and Markets Authority (ESMA), ESMA Sustainable Finance Roadmap, nº ESMA30-379-1051, 10 février 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-1051_sustainable_finance_roadmap.pdf
[1093] §2.2, §2.3 European Banking Authority (EBA), The EBA Roadmap on Sustainable Finance, *op. cit.* note 1092
[1094] §2.4 *Ibid.*
[1095] §2.1 *Ibid.*
[1096] European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), EIOPA Sustainable finance activities 2022-2024, *op. cit.* note 1092

d'assurance avec les enjeux ESG [1097].

Enfin, l'Autorité européenne des marchés financiers avec sa feuille de route pour la finance durable, encadre ses actions et définit les priorités de son large mandat dans ce domaine. Le régulateur européen travaille spécifiquement sur la lutte contre l'écoblanchiment et sur la promotion de la transparence des acteurs financiers, sur l'intégration de la durabilité dans l'élaboration des approches communes des pratiques de surveillance des autorités nationales et sur la surveillance, l'analyse et l'évaluation des risques ESG du marché[1098].

À travers ce réseau d'actions conjointes et individuelles, les facteurs de durabilité, qu'il s'agisse de risques ou d'incidences potentiels ou actuels, semblent profondément imbriqués dans toutes les sphères du système économique et financier européen.

[1097] *Ibid.*
[1098] European Securities and Markets Authority (ESMA), ESMA Sustainable Finance Roadmap, *op. cit.* note 1092

B. Le régulateur français – la figure de contrôle

En France, comme pour tous les régulateurs nationaux, les missions sont plus larges, tout en jouant un rôle consultatif et normatif important. L'Autorité des marchés financiers (AMF) s'est fixée comme objectif d'intégrer les enjeux de la finance durable dans l'exercice de l'ensemble de ses missions de régulation, de supervision et d'accompagnement [1099]. Ainsi, l'AMF a créé une Commission Climat et Finance durable (CCFD) en juillet 2019, composée de diverses entités du marché financier, de la société civile et de la sphère académique permettant de mobiliser les expertises nécessaires pour comprendre les enjeux de la finance durable ainsi que ses conséquences sur les acteurs du marché[1100]. La Commission est également chargée du suivi et de l'évaluation des engagements des acteurs financiers[1101].

En matière de finance responsable et durable, l'AMF a plusieurs missions. Notamment, elle contribue au changement du système financier français par l'élaboration d'un cadre normatif propre, la supervision de l'application des règles de la finance durable par les acteurs et les produits financiers[1102]. Elle remplit ces missions à travers plusieurs rôles.

D'un côté, l'AMF s'assure du bon fonctionnement des marchés et supervise les acteurs économiques et financiers[1103], veillant au respect de leurs obligations y compris celles issues de la finance durable, notamment la bonne application des engagements pris et des obligations de transparence, en particulier quant à la qualité des informations fournies. Elle veille également à la conformité des acteurs avec les exigences à portée normative diverses, spécifiquement « des dispositions nationales et de l'Union européenne en tenant compte des bonnes pratiques et recommandations issues des dispositifs de

[1099] J. Ansidei, « L'AMF face aux enjeux de la finance durable », Bulletin Joly Bourse, 1er mars 2021, vol. n°02, pp. 49-52
[1100] Autorité des marchés financiers (AMF), « Nos engagements pour la finance durable », AMF, juillet 2024, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/finance-durable
[1101] J. Ansidei, « L'AMF face aux enjeux de la finance durable », *op. cit.* note 1099, pp. 49-52
[1102] Autorité des marchés financiers (AMF), Finance durable : quel rôle pour le régulateur ? Feuille de route AMF, novembre 2018, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/finance-durable-quel-role-pour-le-regulateur-feuille-de-route-amf
[1103] Article 143-1, Autorité des marchés financiers (AMF), Règlement général de l'AMF en vigueur du 31/03/2025 au 29/06/2026, 31 mars 2025, https://www.amf-france.org/fr/eli/fr/aai/amf/rg/20250331/notes

supervision de l'Union européenne »[1104], ainsi qu'aux codes de conduite officiels et homologués par le ministre de l'Économie.

Quant aux entreprises cotées, l'AMF régule leur admission au marché, l'émission des différents titres financiers et contrôle les informations fournies[1105]. En ce qui concerne les acteurs financiers, l'AMF est principalement chargée de vérifier et de valider les informations en matière de durabilité dans les documents précontractuels des produits financiers[1106]. Elle contrôle notamment les produits financiers avant leur commercialisation, veillant à la conformité des stratégies, des moyens et des méthodes de gestion vis-à-vis des obligations financières et extra-financières. À ce titre, l'AMF vérifie la véracité et la crédibilité des engagements ESG et peut exiger des changements de stratégie, la mise en place de différents ratios de contrôle, ainsi que la preuve de la capacité de bonne application avant de valider les documents et de confirmer que les produits sont conformes aux exigences de l'article 8 ou 9 du SFDR.

Depuis 2016, l'AMF suit et vérifie la publication par les sociétés de gestion des rapports article 173, aujourd'hui devenus rapports article 29. C'est à partir de 2019 que son rôle se concrétise, avec la loi Pacte, lui octroyant la mission de veiller à la qualité des informations fournies dans les rapports, en particulier quant à la stratégie d'investissement et à la gestion des risques liés aux effets du changement climatique[1107]. Afin de renforcer son contrôle, l'AMF exige que les sociétés de gestion retranscrivent les rapports publiés sur sa plateforme dédiée afin de retirer tout caractère commercial et permettre un contrôle effectif.

Également, l'AMF est chargée du suivi des engagements pris par les acteurs financiers. Notamment, en 2019, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'AMF ont mis en place un dispositif de veille et d'évaluation des engagements responsables et durables pris par les acteurs financiers. Depuis, l'AMF et l'ACRP publient

[1104] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[1105] Livre II - Émetteurs et information financière, Autorité des marchés financiers (AMF), Règlement général de l'AMF en vigueur du 31/03/2025 au 29/06/2026, *op. cit.* note 1103
[1106] Livre IV - Produits d'épargne collective, *Ibid.*
Autorité des marchés financiers (AMF), Procédures d'agrément, établissement d'un DIC et, le cas échéant, d'un DICI et d'un prospectus et information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France, Instruction AMF DOC-2011-19, 2011, https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2011-19
[1107] Autorité des marchés financiers (AMF), Nos engagements pour la finance durable, *op. cit.* note 1079

des rapports annuels sur les tendances et les directions prises par les politiques et stratégies de la place parisienne[1108]. Elles y analysent notamment l'état de l'évolution, de la transparence et de la crédibilité des engagements et politiques menés en la matière à travers les rapports article 29. Elles font aussi l'état des engagements pris de manière volontaire. À cette occasion, elles apportent un regard critique sur les lacunes et éventuelles réorientations à prévoir. Les conclusions sont exposées de manière globale, évitant la pratique du « *naming and shaming* ». Ces rapports peuvent être perçus comme pédagogiques, discernant les bonnes pratiques des mauvaises et incitant des changements sans sanction directe.

Elle joue également un rôle important dans la protection des épargnants, la préservation de la confiance dans le marché et dans l'accompagnement des entreprises et des investisseurs[1109]. Les épargnants et les investisseurs non-professionnels nécessitent une attention particulière de la part des régulateurs et législateurs, surtout en raison de l'élargissement et de la complexification de l'offre de produits responsables et durables. Ils doivent être présentés avec des informations claires, accessibles et complètes afin de pouvoir comprendre les produits proposés, évaluer leur impact réel et appréhender les risques et performances associés. L'AMF s'engage dans des actions d'accompagnement pédagogique en plus de son travail sur la transparence et la lutte contre l'écoblanchiment[1110].

L'AMF accompagne des sociétés cotées dans l'interprétation et l'application des obligations de transparence telles que le règlement Taxonomie[1111] ou les normes ESRS issues de la directive CSRD[1112]. À cet effet, elle publie des recommandations et bonnes pratiques en amont puis veille à leur application et examine les informations extra-financières lors de la revue des documents d'enregistrement universels (URD)[1113]. Ce

[1108] Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), Autorité des marchés financiers (AMF), Quatrième rapport commun ACPR/AMF : Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place, *op. cit.* note 912
[1109] Autorité des marchés financiers (AMF), Finance durable : quel rôle pour le régulateur ?, *op. cit.* note 1102
[1110] *Ibid.*
[1111] Autorité des marchés financiers (AMF), Éclairages sur le premier reporting taxonomie des sociétés cotées, novembre 2022, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/eclairages-sur-le-premier-reporting-taxonomie-des-societes-cotees
[1112] Autorité des marchés financiers (AMF), Finance ClimAct, « Rendre compte de son plan de transition climatique au format ESRS Guide pédagogique à destination des entreprises », février 2024, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/guides/guides-professionnels/guide-pedagogique-destination-des-entreprises-pour-rendre-compte-de-leur-plan-de-transition
[1113] Autorité des marchés financiers (AMF), Nos engagements pour la finance durable, *op. cit.* note 1100

travail, à la fois pédagogique et de contrôle, est particulièrement important pour assurer la qualité et la fiabilité de l'information, aidant ainsi leur utilisation par les parties prenantes, notamment les investisseurs, diminuant ainsi le risque d'écoblanchiment et de volatilité excessive.

Par ailleurs, l'AMF joue un rôle de contrôle et de sanction des acteurs financiers et économiques, notamment des professionnels agréés pour exercer des services d'investissement et des entreprises cotées. Elle surveille le fonctionnement du marché et les actions des personnes et entités relevant de sa compétence et peut mener des contrôles voire ouvrir des enquêtes sur d'éventuelles infractions boursières, telles que le délit d'initié, la manipulation du cours de bourse[1114] ou la diffusion de fausses informations, que celles-ci soient financières ou extra-financières[1115]. En matière de finance durable, l'AMF contrôle et sanctionne les informations ESG inexactes et/ou trompeuses dans les documents précontractuels, dans les rapports périodiques et dans les documents commerciaux[1116]. Dans ce cas, elle peut ordonner la rectification des documents[1117] ou prononcer des peines pécuniaires ou disciplinaires, telle que l'interdiction temporaire d'exercice pour violation d'une règle de bonne conduite en cas de diffusion d'une fausse information[1118]. Son mandat lui permet d'aller jusqu'à retirer l'agrément de la société de gestion[1119], attestant d'un pouvoir conséquent[1120].

Dans le cadre de son rôle de supervision et de sanction, l'AMF met en place des contrôles SPOT ciblés sur les thématiques de finance durable[1121]. Elle veille à l'application par les acteurs financiers de leurs engagements, notamment dans la mise en place de stratégies d'investissement, le suivi des ratios ainsi que le vote et l'engagement

[1114] Livre VI - Abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché, Autorité des marchés financiers (AMF), Règlement général de l'AMF en vigueur du 31/03/2025 au 29/06/2026, *op. cit.* note 1103
[1115] Article 251-1 du Règlement dispose que : « [l]'information donnée au public, quel qu'en soit le support, en vue d'opérations sur un marché d'instruments financiers étranger reconnu ou sur les marchés réglementés de l'Espace économique européen, doit être exacte, précise et sincère. Elle ne doit comporter aucune indication fausse ou trompeuse de nature à induire le client en erreur. »
[1116] Article L 533-22-2-1, Code monétaire et financier
[1117] Article L. 621-18, al. 3, Code monétaire et financier
[1118] Article L. 621-15, Code monétaire et financier
[1119] Article L. 214-3, al. 3, Code monétaire et financier
[1120] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[1121] Voir *infra,* Paragraphe 2. L'audit du régulateur des produits financiers, de la Section 2, du Chapitre II, de la Partie II

actionnarial ; dans la gouvernance interne, le rôle des dirigeants dans la gestion des questions de durabilité, la qualification et le niveau de connaissance des collaborateurs ; et dans la commercialisation des produits, notamment avec la prise en compte des préférences de durabilité des clients dans la gestion des portefeuilles[1122].

Enfin, l'AMF joue un rôle normatif. L'AMF publie en mars 2020 et met à jour régulièrement sa doctrine 2020-03[1123] visant à maîtriser l'écoblanchiment dans les communications des produits financiers, et à assurer une réelle prise en compte des facteurs extra-financiers dans la gestion. Par-là, elle continue sa mission de veiller au caractère clair, exact et non trompeur de l'information communiquée aux clients. Cette doctrine définit différentes exigences de transparence selon les ambitions d'intégration de l'ESG. En effet, les fonds voulant commercialiser leurs aspects durables et ESG doivent nécessairement produire plus d'informations concrètes afin d'informer le client et ne pas l'induire en erreur. Ces informations exigées se traduisent en stratégies de gestion et engagements à suivre, contraignant les décisions d'investissement et d'arbitrage[1124]. Cette doctrine a été premièrement publiée avant les standards techniques du SFDR, causant pendant quelques années un cumul peu cohérent en pratique des deux ensembles d'obligations. Toutefois, en plus de son rôle normatif, l'AMF participe aux travaux règlementaires nationaux et européens, dans le cadre des consultations, des révisions de directives et en particulier des travaux d'AEMF[1125]. Ce travail se reflète dans les mises à jour régulières de ses doctrines, notamment de la doctrine 2020-03 et des exigences imposées aux produits financiers[1126]. Ainsi, les exigences de stratégie et de transparence sont plus harmonisées permettant une lecture et une application plus aisées des deux ensembles d'obligations, françaises et européennes. En décembre 2024, l'AMF publie la dernière mise à jour de sa doctrine 2020-03 conformément aux orientations de l'AEMF sur la dénomination des fonds contenant des termes liés aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance ou

[1122] T. Jézéquel, S. Fournier, « L'AMF dévoile son plan d'action et ses priorités pour 2024 », Deloitte Société d'Avocats, 25 janvier 2024, https://blog.avocats.deloitte.fr/lamf-devoile-son-plan-daction-et-ses-priorites-pour-2024/
[1123] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 27 juillet 2020, *op. cit.* note 562
[1124] Position n°2, n°2bis, *Ibid.*
[1125] Autorité des marchés financiers (AMF), Finance durable : quel rôle pour le régulateur ?, *op. cit.* note 1102
[1126] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 30 décembre 2024, https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2020-03

à la durabilité[1127] ; applicables à partir du 21 novembre 2024 pour les nouveaux fonds et à partir du 21 mai 2025 pour les fonds existants[1128]. L'AMF maintient les spécificités de sa doctrine, applicables en complément avec les autres obligations européennes[1129], mais remplace certaines de ses positions en cas de chevauchement, afin d'harmoniser les exigences avec les orientations du régulateur européen. Notamment, quant aux exigences relatives au choix de dénomination des fonds et la prise en compte de critères extra-financiers dans les noms de fonds, la doctrine de l'AMF fait exclusivement référence aux orientations de l'AEMF[1130].

De manière plus générale, l'AMF participe aux travaux européens, en particulier au vu de l'impact des normes issues du Plan d'action pour la finance durable sur les acteurs financiers. En cela, elle est activement impliquée dans les travaux européens menés notamment par l'AEMF, l'EFRAG et le TEG, comme dans le cadre de la revue du règlement SFDR[1131] et participe à l'action de supervision commune de l'AEMF sur les préférences de durabilité des clients[1132]. Elle s'est également chargée de collaborer avec les autres régulateurs dans le développement des expertises et de la gouvernance en matière de finance durable[1133]. La collaboration avec ses homologues permet principalement de s'informer mutuellement des problématiques de l'application de la finance durable, de partager les bonnes pratiques, d'adapter et d'harmoniser leurs approches quant au cadre règlementaire européen et de réfléchir conjointement au rôle du superviseur en la matière[1134].

[1127] European Securities and Markets Authority (ESMA), Orientations sur les noms de fonds contenant des termes liés aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ou à la durabilité, n° ESMA34-1592494965-657, 21 août 2024, https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-guidelines-funds%E2%80%99-names-using-esg-or-sustainability-related
[1128] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 30 décembre 2024, *op. cit.* note 1126
[1129] Par exemple, les exigences de l'engagement significatif et du taux de couverture des actifs dans le portefeuille par la stratégie ESG a minima de 90% ont été maintenu.
Position n°2, *Ibid.*
[1130] *Ibid.*
[1131] Autorité des marchés financiers (AMF), Proposition de critères minimaux environnementaux pour les produits financiers des catégories Art.9 et Art.8 de SFDR -, *op. cit.* note 672
[1132] Autorité des marchés financiers (AMF), Nos engagements pour la finance durable, *op. cit.* note 1100
[1133] Autorité des marchés financiers (AMF), Finance durable : quel rôle pour le régulateur ?, *op. cit.* note 1102
[1134] *Ibid.*

À travers ses missions et ses rôles, l'AMF s'assure de disposer de moyens et de méthodes efficaces afin de maintenir et d'accroître le niveau d'exigence et de qualité de son action de supervision et de sanction des acteurs du marché français.

Paragraphe 2. L'audit du régulateur des produits financiers

Afin d'assurer le bon fonctionnement du marché, l'AMF contrôle au préalable les produits financiers voulant y accéder et y être commercialisés (A.). Elle peut également, tout au long de la vie du produit, procéder à un contrôle spontané ou à une analyse SPOT en cas d'examen thématique (B.).

A. Le contrôle des produits financiers préalable à la commercialisation

Afin de pouvoir commercialiser des produits financiers en France et à l'étranger, notamment en Europe, les sociétés de gestion doivent nécessairement obtenir l'agrément de l'AMF[1135]. Avant d'obtenir l'autorisation nécessaire avant la commercialisation des produits auprès des clients non-professionnels ou professionnels, l'AMF procède à la vérification des documents précontractuels et commerciaux afin d'assurer la conformité avec toutes les exigences légales et règlementaires financières et extra-financières[1136]. A minima, les sociétés de gestion doivent soumettre pour chaque produit, le document d'information clé (DIC), le cas échéant, le document d'information clé pour l'investisseur (DICI)[1137], le prospectus énonçant précisément la stratégie de gestion appliquée ainsi que toutes les règles d'investissement et de fonctionnement du produit, y compris les engagements et ratios spécifiques ainsi que l'ensemble des frais auxquels s'exposerait le client potentiel[1138]. Concernant les produits et les stratégies extra-financiers, chaque régulateur national définit sa doctrine quant aux informations à fournir dans les documents précontractuels et commerciaux. En France, l'AMF a mis en place la doctrine 2020-03,

[1135] Autorité des marchés financiers (AMF), Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM, des FIA et autres fonds d'investissement en France, Recommandation DOC-2014-04, Version applicable au 2 août 2021, https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2014-04

[1136] Autorité des marchés financiers (AMF), Procédures d'agrément, établissement d'un DIC et, le cas échéant, d'un DICI et d'un prospectus et information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France, *op. cit.* note 1106

[1137] Ancien format de document précontractuel succinct résumant les informations nécessaires pour l'investisseur avant le choix d'achat des parts du produit financier en question. Aujourd'hui, le DICI existe toujours uniquement pour les fonds commercialisés auprès des investisseurs professionnels.
Ibid.

[1138] *Ibid.*

énonçant différentes règles et exigences selon le niveau d'ambition et la volonté de communication du produit en matière d'ESG. La doctrine 2020-03 prévoit deux régimes différents d'intégration d'une approche extra-financière[1139]. L'AMF distingue d'abord les produits ayant comme élément central de leur communication la prise en compte de critères extra-financiers[1140]. Notamment, il s'agit des produits dont les noms ou stratégies principales d'investissement font référence aux facteurs ESG. Ensuite, l'AMF prévoit un cadre spécifique pour les produits ayant une communication réduite sur leur prise en compte de critères extra-financiers[1141]. Ainsi, il s'agit ici des produits intégrant une approche d'investissement responsable, sans que cela ne fasse toutefois partie intégrante du nom ou de la communication contractuelle ou commerciale du produit.

À ce stade, l'AMF vérifie que les produits financiers affichant une certaine prise en compte des facteurs ESG, que cela soit de façon réduite ou centrale, sont conformes aux dispositions de sa doctrine au niveau des supports de communication et par rapport aux standards minimums de gestion[1142].

En effet, l'AMF contrôle la dénomination et la qualité de transparence du produit et exige la mise en place de stratégies en adéquation avec le niveau d'ambition du fonds. Elle peut demander la rectification ou le changement d'approche, la mise en place d'outils spécifiques de suivi de gestion ou de preuves de bonne application des engagements affichés. En cas de besoin d'informations complémentaires, l'AMF suspend le délai d'instruction, pouvant refuser l'agrément si le dossier demeure incomplet ou non-conforme.

Ces exigences doctrinales restent propres au régulateur français. Le règlement SFDR met cependant en œuvre une autre classification des produits financiers, peu cohérente avec la classification et les exigences françaises. L'AMF maintenant ses exigences initiales, les deux systèmes se superposent et se cumulent, dédoublant le travail de veille et de mise en conformité des sociétés de gestion et de contrôle du régulateur. Avec le règlement délégué 2022/1288, la transparence des produits financiers en matière de durabilité semble s'harmoniser au niveau européen. Tous les produits financiers doivent

[1139] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 27 juillet 2020, *op. cit.* note 562
[1140] *Ibid.*
[1141] *Ibid.*
[1142] *Ibid.*

également faire valider le document précontractuel ESG spécifique en fonction de leur classification article 8 ou 9 SFDR, détaillant la stratégie, les objectifs, les moyens et les outils mis en place[1143]. En pratique, les Annexes II et III exigent davantage de précisions et ajoutent de nouvelles exigences de transparence, en particulier quant aux déterminations de proportion d'investissement durable contribuant aux objectifs environnementaux et/ou sociaux[1144], et des proportions d'investissement alignées avec les activités transitoires ou habilitantes, comme prévu par le règlement Taxonomie[1145]. Ces documents, toutefois, ne remplacent pas les anciennes obligations de transparence. Ainsi, dans le cadre de l'agrément à la commercialisation, l'AMF veille également au respect des exigences européennes et contrôle la rédaction et la publication des Annexes ESG aux prospectus.

Elle vérifie donc la complétude et la conformité des documents au niveau de la transparence, spécifiquement la clarté, la précision et la cohérence des propos présentés. Ainsi, elle contrôle l'application de la stratégie d'investissement et des engagements affichés.

[1143] Annexes II, III, Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit.* note 434

[1144] *Ibid.*

[1145] Notamment, « [l]es activités habilitantes permettent directement à d'autres activités de contribuer de manière substantielle à la réalisation d'un objectif environnemental », ainsi que « [l]es activités transitoires sont des activités pour lesquelles il n'existe pas encore des solutions de remplacement sobres en carbone, et entre autres, dont les niveaux d'émission de gaz à effet de serre correspondent aux meilleures performances réalisables. »
Annexes II et III Règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *op. cit.* note 435

B. Le contrôle spontané des produits : l'analyse SPOT

Dans son rôle de supervision des acteurs financiers dans l'application des enjeux de la finance durable et responsable, l'AMF applique également son approche du contrôle SPOT (Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique) [1146]. Il s'agit de missions de supervision ciblées, rapides et thématiques, visant à évaluer la conformité des acteurs financiers aux engagements et obligations spécifiques, tels que le respect des engagements contractuels extra-financiers des produits financiers[1147]. À partir d'un échantillon représentatif d'établissements, les contrôles ont pour but de revoir les pratiques et les documents contractuels et commerciaux des établissements, de vérifier leur niveau de conformité avec les obligations règlementaires et d'identifier les bonnes et mauvaises pratiques. Cela, dans l'objectif de renforcer la transparence et la fiabilité des pratiques en matière de finance durable et, ultimement, l'intégrité des marchés financiers. Les résultats sont synthétisés et publiés par l'AMF, offrant non seulement une visibilité sur les pratiques du marché mais également l'appréciation de leur conformité, leur pertinence et leur exhaustivité.

L'approche de contrôle SPOT n'est pas exclusivement orientée vers la veille de l'application des engagements extra-financiers mais elle joue un rôle crucial dans la responsabilisation des acteurs financiers. Elle exerce une pression significative sur les acteurs audités ou non, assurant un contrôle effectif et une amélioration progressive des pratiques, de l'intégration des critères extra-financiers et de la durabilité des processus décisionnels, d'investissement et de contrôle, à la transparence et communication.

Plusieurs synthèses de contrôle SPOT ont été effectuées sur les thématiques relevant du domaine de la finance durable. Les études couvrent un large éventail de problématiques en la matière, par exemple, le contrôle du respect des engagements extra-financiers contractuels des sociétés de gestion, de l'intégration des risques en matière de durabilité et de la publication d'informations au niveau des produits financiers et des sociétés de gestion,

[1146] Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT relative au respect des engagements extra-financiers contractuels des sociétés de gestion de portefeuille, *op. cit.* note 1049
[1147] *Ibid.*

et de la documentation à caractère promotionnel d'OPC français et étrangers commercialisés par des distributeurs centrés sur les aspects ESG.[1148]

L'analyse relative au respect des engagements extra-financiers contractuels, dont le périmètre est le plus général, évalue comment les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) appliquent et respectent leurs engagements ESG exprimés dans les documents contractuels. L'analyse s'appuie sur deux sources d'information, un questionnaire soumis à un grand échantillon d'acteurs, avec un contrôle ciblé par la suite des sociétés gérant un volume significatif de produits financiers labellisés ou considérés comme ESG ou ISR[1149]. L'analyse constate plusieurs problématiques notamment, une insuffisance persistante des moyens humains et techniques dédiés en dépit d'une hausse récente, une application des méthodologies hétérogène, une qualité de données peu contrôlée ou traçable, ainsi qu'une transparence limitée. L'analyse note également une insuffisance des dispositifs de contrôle internes, voire une absence de contrôles de certains engagements et une implication limitée des dépositaires[1150].

L'étude de l'AMF est, par sa nature et sa méthode, beaucoup plus approfondie que d'autres points de contrôle. S'agissant d'un audit réalisé par une autorité officielle, le régulateur octroie à ce dernier un accès presque illimité aux informations et aux processus internes, contrairement aux parties prenantes qui, dans le cadre de leur veille, n'ont accès qu'aux données publiques ou volontairement divulguées par les entreprises. Ainsi, comme il s'agit d'un contrôle spontané, l'organisme de contrôle dispose de moyens élargis et

[1148] *Ibid.*
Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT relative à l'intégration des risques en matière de durabilité et à la publication d'informations y afférentes par les sociétés de gestion de portefeuille, *op. cit.* note 1051
Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT sur la documentation à caractère promotionnel d'OPC français et étrangers commercialisés par des distributeurs – focus sur les aspects ESG, Contrôles SPOT, juillet 2024, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/syntheses-des-controles-spot/synthese-des-controles-spot-sur-la-documentation-caractere-promotionnel-dopc-francais-et-etrangers
[1149] Le premier chantier d'analyse concernait l'analyse des réponses de 707 SGP au questionnaire, se focalisant sur les 176 SGP généralistes ayant défini au moins un engagement extra-financier contractuel sur au moins un de leurs fonds. Le second chantier d'analyse concernait les contrôles SPOT ciblant cinq SGP dont les fonds ESG ou ISR représentent une large voire majoritaire partie d'encours totaux de l'entreprise.
Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT relative au respect des engagements extra-financiers contractuels des sociétés de gestion de portefeuille, *op. cit.* note 1049
[1150] Voir *infra,* Paragraphe 2. Une veille règlementaire : la multiplication des points de contrôle, de la Section 1, du Chapitre II de la Partie II

suffisants pour veiller à un périmètre assez large des thématiques couvertes[1151], a contrario des audits règlementaires effectués par les organismes privés, comme dans le cadre de la publication des rapports issus de la directive CSRD. Dans ce cas de figure, les organismes d'audit ne disposent pas de moyens humains ou techniques, et n'ont pas suffisamment de temps pour assurer un contrôle renforcé de tous les acteurs publiant en même temps leurs rapports annuels.

Dans le cadre de ses priorités de supervision annoncées pour les années 2023 et 2024, l'AMF a défini un programme de contrôle renforcé en matière de finance durable[1152], soulignant l'importance des contrôles SPOT en plus de l'intégration systématique de la thématique dans les contrôles habituels[1153]. Ces contrôles SPOT répondent également à un besoin spécifique d'accompagnement des acteurs dans la mise en place d'exigences encore récentes du cadre règlementaire européen. En ce sens, l'AMF effectue deux études sur la mise en œuvre du règlement SFDR par les sociétés de gestion et la publication d'informations en matière de durabilité[1154] et sur la conformité de la documentation commerciale des produits financiers (OPC) intégrant les aspects ESG ou extra-financiers[1155]. Certaines problématiques précédemment soulevées semblent persister témoignant de l'efficacité indirecte limitée des synthèses[1156]. En effet, en l'absence de lignes directrices claires et de concepts précis, les pratiques ESG restent hétérogènes et

[1151] À titre d'exemple, le contrôle SPOT de juin 2023, sur la conformité des engagements contractuels prend en compte un nombre significatif de thématiques, couvrant un large périmètre de processus en matière de finance durable :
« l'organisation et les moyens mis en œuvre en matière de gestion ESG / ISR ;
la méthodologie de gestion et de notation ESG ;
le processus de sélection et de contrôle des fournisseurs externes de données extra-financières ;
le dispositif d'investissement / de désinvestissement des fonds ESG / ISR ;
le processus de construction et de revue de l'univers d'investissement initial des fonds ESG / ISR ;
la cartographie des engagements en vigueur, notamment en termes d'exclusions ;
la réalisation des contrôles (pré-trade et post-trade) du respect des engagements ;
les informations fournies aux investisseurs s'agissant des engagements extra-financiers contractuels ;
le dispositif de conformité et de contrôle interne relatif au respect des engagements extra-financiers contractuels ;
le rôle des dépositaires dans le contrôle des engagements extra-financiers des fonds »
Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT relative au respect des engagements extra-financiers contractuels des sociétés de gestion de portefeuille, *op. cit.* note 1049

[1152] Autorité des marchés financiers (AMF), « L'Autorité des marchés financiers (AMF) publie les enseignements de trois actions de supervision sur la finance durable », Communiqué AMF, juillet 2024, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lautorite-des-marches-financiers-amf-publie-les-enseignements-de-trois-actions-de-supervision-sur-la

[1153] En amont de la publication des rapports ou lors du processus de validation de la documentation contractuelle des produits financiers.

[1154] Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT relative à l'intégration des risques en matière de durabilité et à la publication d'informations y afférentes par les sociétés de gestion de portefeuille, *op. cit.* note 1051

[1155] Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT sur la documentation à caractère promotionnel d'OPC français et étrangers commercialisés par des distributeurs – focus sur les aspects ESG, *op. cit.* note 1048

[1156] Par rapport aux changements de pratiques chez les acteurs non audités.

superficielles, issues d'interprétations très variées des dispositions du règlement SFDR[1157]. Ainsi, l'AMF constate un manque de transparence sur les engagements ESG exigés par le règlement, en particulier lorsqu'il s'agit de l'alignement avec la Taxonomie et des indicateurs de durabilité[1158]. Cela résulte du manque de maturité du secteur mais également de l'absence de formalisme de prévention de l'écoblanchiment dans les dispositifs internes, obligeant les sociétés à veiller à la qualité de transparence de façon systématique.

Des conclusions similaires ont été soulevées lors du contrôle de la documentation à caractère promotionnel des produits financiers. Semblant avoir une portée juridique moindre, les sociétés de gestion se montrent moins regardantes et exigeantes quant à la veille de la conformité des documents commerciaux. De même, malgré des obligations règlementaires en vigueur conformément à l'article L.533-13-1 du Code monétaire et financier[1159], les distributeurs[1160] gardent un rôle passif, ne procédant pas ni à la revue ni au contrôle de ces documents commerciaux préalablement à leur republication ou diffusion auprès des clients. L'AMF constate une absence importante de mécanismes de contrôle de l'intégration des caractéristiques ESG dans les documents à caractère promotionnel, ainsi qu'un manque flagrant de conformité avec les doctrines AMF 2020-03 et 2011-24.

Ainsi, selon l'article L.533-12 du Code monétaire et financier, les documents, même à des fins promotionnelles, doivent fournir des informations exactes, claires et non trompeuses. Toutefois, l'AMF souligne des incohérences entre les documents commerciaux et règlementaires, ainsi qu'une présence surdimensionnée des caractéristiques ESG, un manque de références aux documents méthodologiques ou

[1157] Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT relative à l'intégration des risques en matière de durabilité et à la publication d'informations y afférentes par les sociétés de gestion de portefeuille, *op. cit.* note 1051

[1158] *Ibid.*

[1159] L'article L. 533-13-1 du Code monétaire et financier précise ainsi que :
« Lorsque les instruments financiers proposés aux clients donnent lieu à la publication de documents d'information conformément aux articles L. 214-23-1, L. 214-109 ou L. 412-1, les prestataires de services d'investissement établissent des conventions avec les personnes responsables de la publication de ces documents d'information.
Ces conventions prévoient notamment :
1° Les conditions dans lesquelles les prestataires de services d'investissement sont tenus de soumettre à ces personnes, préalablement à leur diffusion, les documents à caractère publicitaire afin de vérifier leur conformité aux documents d'information que ces personnes ont établis ;
2° Les conditions dans lesquelles sont mises à disposition des prestataires par ces personnes les informations nécessaires à l'appréciation de l'ensemble des caractéristiques financières des instruments financiers […] »

[1160] Les distributeurs de parts ou d'actions de produits financiers sont des entités, telles que les prestataires de services d'investissement, y compris des banques privées ou des sociétés de gestion ou des conseillers en gestion de patrimoine qui commercialisent des parts ou actions d'OPC auprès des investisseurs.
Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT sur la documentation à caractère promotionnel d'OPC français et étrangers commercialisés par des distributeurs – focus sur les aspects ESG, *op. cit.* note 1048
S. Saint-Pé, « d'OPC : la responsabilité partagée des sociétés de gestion avec leurs distributeurs », Bulletin Joly Bourse, 9 janvier 2012, vol. n°09, pp. 374-376

explicatifs, voire une mauvaise utilisation de certains termes[1161] contrevenant à l'obligation susmentionnée.

À travers cet exercice, l'AMF analyse et critique les pratiques de certains acteurs, publiant par la suite des synthèses à l'intention du marché entier, non seulement exerçant son rôle de contrôle et de supervision, mais aussi d'accompagnement pédagogique.

Ces analyses SPOT entraînent plusieurs conséquences pour les acteurs financiers. Elles dévoilent les lacunes dans les dispositifs pouvant entraîner des procédures pour manquement aux obligations règlementaires, notamment l'absence de mesures de contrôle interne ou des failles de méthodologies internes susceptible d'entraîner un non-respect des règlements européens[1162], de la loi nationale[1163] ou de la doctrine de l'AMF[1164]. Cela peut par la suite exposer les acteurs à diverses sanctions juridiques, y compris des sanctions de l'AMF, mais également à un risque de réputation et à des accusations d'écoblanchiment, nuisant à la crédibilité des acteurs et à la confiance de leur clientèle. Ces analyses incitent les acteurs audités, comme le marché général, à renforcer leurs approches et leurs processus, à revoir leurs documentations et leurs politiques, ainsi qu'à investir davantage dans les effectifs, les compétences et les moyens techniques et financiers dédiés.

Face à la croissance de la complexité règlementaire et de la mise en conformité, cet exercice apporte aux acteurs financiers des lignes directrices concrètes et tangibles pour approfondir leurs documentations fournissant suffisamment de justifications détaillées et précises. Toutefois, ces analyses, malgré une constatation claire de lacunes et de mauvaises pratiques, voire d'instances de non-conformité, ne sanctionnent pas directement les acteurs, diminuant dès lors leur effectivité.

[1161] Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT sur la documentation à caractère promotionnel d'OPC français et étrangers commercialisés par des distributeurs – focus sur les aspects ESG, *op. cit.* note 1048
[1162] Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
[1163] Notamment, le Code monétaire et financier.
[1164] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 27 juillet 2020, *op. cit.* note 562

Paragraphe 3. La sanction du régulateur

Un des premiers pas vers une responsabilisation des acteurs financiers est un contrôle strict et une sanction dissuasive de la part des organes d'autorité, notamment du régulateur. Ce dernier dispose d'une panoplie de rôles y compris de contrôle, d'enquête et de sanctions administratives (A.). Ces compétences font craindre aux acteurs le risque de manquement ou de non-conformité les incitant à changer leurs propres initiatives, leurs approches et engagements (B.).

A. La compétence de sanction formelle de l'AMF

Tel qu'énoncé précédemment, l'AMF se voit accorder les pouvoirs de contrôle, d'enquête et de sanction administrative[1165]. Ces pouvoirs sont corrélés et motivés par ses missions de « veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers » et « à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. »[1166]

De manière générale, l'AMF dispose d'un pouvoir de contrôle de conformité des activités de toute entité et personne agissant sur ou en lien avec les marchés financiers[1167] par rapport aux obligations professionnelles légales, règlementaires voire issues des

[1165] Articles L.621-9 à L.621-30, Code monétaire et financier
[1166] Article L. 621-1, Code monétaire et financier
[1167] Notamment, l'AMF peut contrôler « les entités ou personnes suivantes ainsi que les personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte :
1° Les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille agréés ou exerçant leur activité en libre établissement en France ainsi que les personnes morales placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte ;
2° Les personnes autorisées à exercer l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers mentionnées à l'article L. 542-1 ;
3° Les dépositaires centraux mentionnés au 1° du I de l'article L. 441-1 ;
4° Les membres des marchés réglementés non-prestataires de services d'investissement ;
5° Les entreprises de marché ;
6° Les chambres de compensation ;
7° Les placements collectifs mentionnés au I de l'article L. 214-1 et les sociétés de gestion de placements collectifs mentionnées à l'article L. 543-1 ;
[…]
10° Les conseillers en investissements financiers […] »
Article L. 621-9-II, Code monétaire et financier

recommandations et règles professionnelles[1168]. Elle peut procéder aux contrôles sur pièces, en analysant les documents règlementaires et les documents commerciaux, aux contrôles sur place, menant les visites de site, auditions ou saisie des documents[1169], voire mener des enquêtes en cas de soupçon d'infraction boursière ou de manquement grave[1170], comme l'abus de marché ou tout comportement susceptible de porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement des marchés[1171]. Si une telle infraction est avérée et constatée, la Commission des sanctions, organe indépendant composé de magistrats et de professionnels, peut décider de prononcer des sanctions estimées appropriées, telles que l'avertissement, l'interdiction temporaire ou définitive d'exercice ou encore une sanction pécuniaire[1172].

Les obligations en matière de finance durable et responsable, issues des exigences nationales et européennes, devraient être soumises aux mêmes contrôles, voire à des enquêtes et à des sanctions de l'AMF. Ces dispositions relèvent des obligations professionnelles au même titre que les obligations financières. L'AMF pourrait dès lors sanctionner la violation des obligations d'information extra-financière par les acteurs financiers, conformément à la loi relative à l'énergie et au climat, à la loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, nommée Loi Sapin II, ou au règlement européen SFDR dans l'hypothèse où cette information serait inexacte, peu claire ou trompeuse[1173].

Le contrôle peut également porter sur les dispositifs de contrôle et de suivi des risques et des ratios y compris en matière de durabilité[1174]. Si une infraction est constatée, le régulateur pourrait ordonner la rectification des documents en question[1175], voire prononcer des sanctions pécuniaires ou disciplinaires[1176]. Jusqu'alors, aucune sanction

[1168] Article L. 621-9, Code monétaire et financier
Article 143-1, Autorité des marchés financiers (AMF), Règlement général de l'AMF en vigueur du 31/03/2025 au 29/06/2026, *op. cit.* note 1103
[1169] Article 143-1, *Ibid.*
[1170] Sous-section 3 : Contrôles et enquêtes (Articles L621-9 à L621-12-1), Code monétaire et financier
[1171] Autorité des marchés financiers (AMF), « Enquêter et contrôler », Fonctionnement de l'AMF, mai 2022, https://www.amf-france.org/fr/lamf/la-regulation-lamf/enqueter-et-controler
[1172] Autorité des marchés financiers (AMF), « La Commission des sanctions », Fonctionnement de l'AMF, 5 novembre2024, https://www.amf-france.org/fr/lamf/notre-organisation/la-commission-des-sanctions
[1173] Article L. 533-22-2-1, Code monétaire et financier
[1174] Article L. 621-9, Code monétaire et financier
[1175] Article L. 621-18, al. 3, Code monétaire et financier
[1176] Article L. 621-15, Code monétaire et financier

spécifique n'a été prononcée quant aux manquements en matière de finance durable et responsable, malgré, par exemple, les conclusions de non-conformité rendues lors des contrôles SPOT ou des contrôles des rapports article 29. Notamment, malgré une appréciation a priori sévère du caractère trompeur ou lacunaire des engagements climatiques par l'AMF et l'ACPR, aucune réelle sanction n'a été prononcée. Les rapports communs constatent un sérieux manque de cohérence et de transparence quant aux allégations climatiques, invitant les sociétés à suivre les recommandations en la matière sans prendre de mesures contraignantes quelconques[1177].

Toutefois, malgré l'absence de sanctions explicites en matière de durabilité et des d'engagements extra-financiers dans le passé, les exigences de conformité exercent tout de même une certaine pression sur les acteurs financiers procédant volontairement à des changements d'approche et de documents.

[1177] Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), Autorité des marchés financiers (AMF), Troisième rapport commun ACPR/AMF : Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place, *op. cit.* note 659 ;
Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), Autorité des marchés financiers (AMF), Quatrième rapport commun ACPR/AMF : Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place, *op. cit.* note 912

B. La sanction informelle de déclassement des produits financiers

En anticipation de l'entrée en vigueur du règlement délégué 2022/1288, annonçant la mise en place du niveau II du règlement SFDR[1178], un nombre de produits financiers précédemment classifiés article 8 ou article 9 ont baissé leurs engagements et réduit leurs classifications.

Notamment, le niveau I du règlement SFDR, applicable depuis 10 mars 2021, imposait des obligations de transparence générales au niveau des sociétés de gestion et des produits financiers sur la prise en compte et l'intégration des risques de durabilité et des incidences négatives principales dans les stratégies d'investissement. Initialement prévu pour le 1er janvier 2022, le règlement délégué 2022/1288 entre en vigueur au 1er janvier 2023, déclenchant l'application d'exigences plus détaillées issues du niveau II. En effet, le règlement délégué met en place des modèles de transparence pour les produits articles 8 et 9 standardisés à annexer aux documents précontractuels et aux rapports annuels respectifs. Il prévoit également l'obligation pour les produits financiers de définir des engagements précis en matière de prise en compte des indicateurs d'incidence négative, le taux d'exposition aux actifs alignés avec la Taxonomie verte et plus pertinemment le taux d'investissement durable. Selon les recommandations des Autorités européennes de surveillance publiées lors d'une séance de questions et réponses, les produits financiers durables devraient exclusivement investir dans les actifs durables ; les seuls autres investissements considérés seraient les investissements minoritaires à des fins de liquidité ou de couverture[1179]. Cela a été interprété par le marché comme nécessitant un niveau élevé d'investissements durables notamment couvrant a minima 80 % du portefeuille[1180]. Depuis, l'AEMF a confirmé dans son rapport final que si un fonds contient des termes liés à l'ESG ou à la durabilité

[1178] Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit.* note 434

[1179] European Supervisory Authorities (ESAs), Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088), Ares (2021) 4556843, 14 juillet 2021, p.5

[1180] Eurosif, EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose Eurosif Policy Recommendations for Article 8 & 9 product labels, juin 2022, https://www.eurosif.org/news/eurosif-report-2022/

dans son nom, au moins 80 % du portefeuille doit être dédié à l'atteinte de l'objectif d'investissement durable ou à répondre aux caractéristiques environnementales ou sociales[1181]. L'AMF propose à ce sujet un seuil minimal d'alignement avec la Taxonomie européenne pour les portefeuilles durables[1182]. De plus, les AES indiquaient également que des produits classifiés article 9 du SFDR, ayant défini un objectif de réduction des émissions de carbone, doivent nécessairement suivre et se comparer à un indice de référence européen pour la transition climatique ou un indice de référence aligné sur l'Accord de Paris. Toutefois, aucune de ces entités n'a fourni de définition précise ni de méthodologie de calcul de l'investissement durable au regard de l'article 2 (17) du règlement SFDR, maintenant un vide juridique important.

La publication de ces exigences précises et granulaires, même de nature non contraignante, a causé une vague de panique parmi les sociétés de gestion estimant leurs produits financiers non alignés. En conséquence, de nombreux produits gérés par de très grandes institutions financières ont été rétrogradés, envoyant un message inquiétant au marché entier[1183]. Face à l'obligation de produire des documents conformément au règlement délégué ainsi que de mettre en place de nouvelles exigences de gestion, certains acteurs financiers ont choisi de changer leur classification plutôt que de mettre leurs produits à niveau.

En effet, nombre de fonds ont été classifiés articles 8 et 9 de façon précipitée, voire prématurée au déploiement du niveau I du règlement SFDR. Répondant à une grande demande de la part des investisseurs institutionnels et à un manque flagrant d'exigences règlementaires tangibles, les sociétés de gestion ont mis en place des stratégies de gestion superficielles et peu développées. Cela s'explique par le manque de maturité des acteurs et des contrôleurs, tels que les dépositaires et les régulateurs, ainsi que par une démarche d'écoblanchiment, consistant à commercialiser des produits ESG ou durables sans réel changement de fonctionnement ou de stratégie sous-jacents.

[1181] §12 European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report, Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms, *op. cit.* note 633

[1182] Autorité des marchés financiers (AMF), Proposal for minimum environmental standards for financial products belonging to the Art.9 and 8 categories of SFDR: Position paper from the AMF, 10 février 2023

[1183] Il s'agit principalement de NN IP, société de gestion néerlandaise, AXA, entreprise d'assurance, and Neuberger Berman Group, société de gestion américaine.
J. Gard, « ESG Fund Downgrade Accelerates », Morningstar UK, 2 février 2023, https://www.morningstar.co.uk/uk/news/231438/esg-fund-downgrade-accelerates.aspx
H. Bioy, B. Wang, A. Carabia, SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q3 2022 in Review: Managers downgrade more Article 9 funds ahead of 2023 enhanced disclosure regime, *op. cit.* note 632

Cette vague de décisions a entraîné des effets considérables et multidimensionnels. Elle portait non seulement atteinte à la réputation des sociétés de gestion dont les produits récoltaient des montants sous gestion spécifiquement en raison de leurs engagements en matière de durabilité[1184], mais aussi à la confiance du marché général dans les produits responsables et durables, paraissant vidés de leurs caractéristiques principales à la moindre concrétisation d'exigences règlementaires.

Dans ces instances, il s'agissait de déclassements volontaires, en anticipation de changement de normativité future et non pas de sanction pour raison de non-conformité.

Dans ses analyses SPOT, l'AMF ne mentionne pas explicitement le déclassement de portefeuilles comme une sanction directe relevant de ses compétences. Toutefois, il peut survenir en tant que conséquence indirecte des manquements et non-conformités constatés lors des contrôles. Au vu de l'obligation de fournir des informations exactes, claires et non-trompeuses[1185], si l'AMF estime que les documents commerciaux ou règlementaires contiennent des informations exagérées ou des promesses non tenues, elle peut demander une mise en conformité, nécessitant éventuellement une révision des documents voire un retrait des mentions problématiques[1186]. Elle peut également recommander à la société de gestion la requalification volontaire pour éviter un manquement potentiel ou persistant.

Ainsi, malgré l'absence de mention spécifique du déclassement en tant que sanction formelle, les analyses SPOT permettent de mettre en évidence les pratiques problématiques pouvant mener vers les pressions de requalification des portefeuilles afin de mieux correspondre aux catégories revendiquées et aux stratégies réelles appliquées. De plus, il est envisageable que dans son travail de vérification des documents contractuels en amont de la commercialisation, l'AMF s'oppose à la validation de la demande de classification de

[1184] Spécifiquement, les principaux produits déclassifiés géraient plusieurs centaines de millions d'euros voire plusieurs milliards.
H. Bioy, B. Wang, A. Carabia, SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q3 2022 in Review: Managers downgrade more Article 9 funds ahead of 2023 enhanced disclosure regime, *op. cit.* note 632
[1185] Article L533-22-2-1, Code monétaire et financier
[1186] À plusieurs reprises, l'AMF note des instances de manque de conformité ou d'hétérogénéité de pratiques, telles que « [l]es fonds publiant des informations au titre de l'article 8 ou 9 du règlement SFDR, dits « fonds Article 8 » ou « fonds Article 9 », peuvent regrouper des réalités très différentes », ou qu' « aucune de ces communications n'est en conformité totale avec les attendus de la réglementation. »
Autorité des marchés financiers (AMF), Synthèse des contrôles SPOT relative à l'intégration des risques en matière de durabilité et à la publication d'informations y afférentes par les sociétés de gestion de portefeuille, *op. cit.* note 1051

certains fonds en tant qu'article 8 ou 9 en raison de manquements aux nouvelles obligations.

Le pouvoir de contrôle et de sanction du régulateur ne se limite pas aux amendes pécuniaires, mais englobe des mesures correctives, de dissuasion et d'accompagnement, dans un objectif de prévention et de responsabilisation continue.

Section 3. Le risque de responsabilité, un risque avéré

Le risque de responsabilité se réfère au risque juridique lié à la poursuite voire condamnation d'un acteur économique ou financier du fait de non-conformité de son comportement avec les normes de la finance responsable ou de l'impact négatif de ses activités sur les facteurs de durabilité. Ces diverses normes mettent en place de nouvelles obligations de divers niveaux de contrainte. Toutefois, aucun régime spécifique de responsabilité en matière de finance durable et responsable n'est prévu. En effet, le droit primaire en matière d'ESG se multiplie et complexifie à l'égard des acteurs financiers et des acteurs économiques sans nouveau régime de sanction les responsabilisant. Ainsi, le droit secondaire repose sur les voies de recours traditionnels, principalement issues du droit privé, s'agissant surtout du recours contre les entreprises, personnes morales de droit interne. Cependant, en matière de droits de l'Homme et du droit international de l'environnement, les enjeux majeurs de la finance durable, les États semblent rester les seuls objets des règles primaires et secondaires.

Le risque de responsabilité se concrétise pour les entreprises et les investisseurs surtout avec l'avènement des normes européennes et nationales contraignantes, la violation desquelles peut ouvrir diverses voies de recours (Paragraphe 1). Toutefois, l'engagement de la responsabilité des investisseurs pour leur implication dans les faits et les infractions des entreprises investies reste difficile (Paragraphe 2). Le risque de responsabilité auquel ces derniers font face n'atteint ultimement qu'une efficacité limitée (Paragraphe 3).

Paragraphe 1 : Le risque juridique : une nouvelle réalité

Plusieurs types d'obligations relèvent du domaine de la finance durable demeurant relativement nouvelles, considérant que la grande partie de la normativité en la matière a longtemps été uniquement issue du *soft law*. La récente vague de nouvelles règles contraignantes fait naître diverses obligations à l'égard des entreprises et des États (A). Toutefois, ne prévoyant pas de régime spécifique de sanctions des manquements à ces obligations, les voies de recours restent en pratique peu accessibles (B).

A. Une multitude d'obligations relativement nouvelles

Traditionnellement, les principes de la finance durable sont principalement issus de la *soft law*, n'imposant qu'un niveau relatif de contrainte et ne permettant pas effectivement d'engager la responsabilité des acteurs financiers et économiques. Toutefois, l'absence de force contraignante de ces règles n'empêche pas une prise de conscience et le développement de divers outils normatifs ESG et RSE. Ainsi, le professeur Alain Pellet, en se référant aux dispositions « molles » contenues dans les traités, précise que : « ces normes sont matériellement molles : elles relèvent de la normativité puisqu'elles énoncent un comportement attendu de leurs destinataires ; mais elles échappent au corollaire tenu pour habituel en cas de non-respect du droit : la responsabilité de l'auteur du fait illicite qui se traduit, lorsque le manquement a causé un dommage, par l'obligation de réparer. Cela ne revient nullement à dire que les normes en question, qu'elles soient molles formellement ou matériellement, ne produisent aucun effet au plan juridique » [1187]. En ce sens, même si les normes de *soft law* ne peuvent pas imposer un certain comportement à ceux à qui elles s'adressent, elles peuvent tout de même l'impulser de façon individuelle et collective. Même en l'absence de règles secondaires, les dispositions « molles » ne perdent pas l'entièreté

[1187] A. Pellet, « Les raisons du développement du soft law en droit international », *op. cit.* note 414, pp. 177-192

de leur effet juridique. Elles peuvent notamment constituer un engagement unilatéral de volonté, si l'acteur exprime de façon claire et non équivoque sa volonté de s'engager[1188], reconnaissant le caractère contraignant des dispositions de la finance durable telles que des engagements en matière d'investissement conformes aux droits de l'Homme et au respect d'un environnement sain. Toutefois, la cour d'appel de Versailles a refusé de reconnaître que le non-respect des engagements souscrits par l'adhésion au Pacte mondial de l'ONU constitue une incidence juridique[1189]. L'entreprise ayant adhéré au Pacte a publiquement démontré sa volonté de respecter les dix principes en découlant[1190]. Néanmoins, s'agissant d'un instrument dépourvu d'un caractère juridiquement contraignant, le non-respect desdits principes par l'entreprise ne constitue pas une violation susceptible d'engager la responsabilité de l'entreprise en question, contenant l'expression de volonté de l'entreprise à un effet symbolique, non constitutif d'un engagement unilatéral.

L'évolution de tels engagements a mené vers un développement normatif relativement récent, harmonisant et concrétisant les obligations en matière de finance durable et de durabilité d'entreprise susceptibles de faire naître des règles secondaires. Avec une nouvelle interprétation et adaptation ainsi qu'avec l'arrivée de nouvelles règles, les acteurs économiques (a.) et les acteurs financiers (b.) font face à un réel risque de responsabilité.

[1188] Le nouvel article C. civ., art. 1103
[1189] Cour d'appel de Versailles, 22 mars 2013, n° 11/05331
[1190] Toutefois, en l'espèce il ne s'agissait pas de dispositions claires et non ambiguës, mais vagues et générales, quoiqu'exprimant l'adhésion de l'entité au Pacte.

a. Les obligations concernant des acteurs économiques

Les entreprises font l'objet de multiples obligations pouvant donner lieu à des litiges en matière de durabilité et de recherche de la responsabilité sociale d'entreprise. Par exemple, le non-respect d'un engagement extra-financier ou de durabilité peut faire naître une action en responsabilité pour concurrence déloyale par une entreprise lésée. En effet, le manquement à un engagement ESG crée un avantage concurrentiel au profit de l'entreprise poursuivie, engendrant ainsi un coût supplémentaire en raison de la situation de concurrence déloyale[1191].

Le développement normatif de la finance durable et responsable crée également des nouvelles obligations visant spécifiquement la responsabilité des entreprises en matière de droits de l'Homme et de l'environnement. Ces obligations sont issues, notamment, du devoir de vigilance (i.), et de la lutte contre l'écoblanchiment (ii.).

i. Le devoir de vigilance

L'obligation de veiller aux potentiels impacts négatifs environnementaux et en matière de droits de l'Homme le long de la chaîne de valeur et d'approvisionnement a été instaurée en France par la loi de 2017 relative au devoir de vigilance[1192]. Les entreprises visées[1193] sont désormais obligées de mettre en place et publier un « plan de vigilance » annuel énonçant les mesures prises pour identifier et prévenir les atteintes potentielles ou actuelles graves aux droits fondamentaux et à l'environnement résultant des activités directes de l'entreprise, des activités des entités contrôlées ou des sous-traitants et fournisseurs établis[1194]. Notamment, en articulant le plan de vigilance, les entreprises ont

[1191] Cour de cassation, 21 janvier 2014, n° 12-25443
[1192] LOI n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre (1), *op. cit.* note 113
[1193] Le loi vise : « [t]oute société qui emploie, à la clôture de deux exercices consécutifs, au moins cinq mille salariés en son sein et dans ses filiales directes ou indirectes dont le siège social est fixé sur le territoire français, ou au moins dix mille salariés en son sein et dans ses filiales directes ou indirectes dont le siège social est fixé sur le territoire français ou à l'étranger, établit et met en œuvre de manière effective un plan de vigilance. »
Art. 1, *Ibid.*
[1194] Art. 1, *Ibid.*

l'occasion de cartographier leurs risques et de prévoir des mécanismes et des actions adaptés pour atténuer voire empêcher les impacts négatifs. La loi requiert également la mise œuvre de mesures et d'un mécanisme de suivi[1195].

Un mécanisme de mise en demeure est prévu pour les plaignants d'enjoindre l'entreprise à se conformer à ses obligations en termes de contenu et de publication du plan de vigilance, notamment d'élaborer, de compléter ou de réviser leur plan de vigilance. En cas de manquement persistant, le tribunal judiciaire peut être saisi et peut ordonner la mise en conformité voire imposer une pénalité pour chaque jour de non-conformité[1196].

En plus de l'action préventive en cessation de l'illicite prévue à l'article 2 de la loi et à l'article L.225-102-4 II du Code de commerce, les manquements aux obligations de vigilance peuvent engager la responsabilité civile, notamment la responsabilité délictuelle, des entreprises visées[1197]. Ainsi, les personnes lésées peuvent poursuivre les entreprises et demander des dommages et intérêts[1198].

Toutefois, la portée de ces dispositions est limitée par le texte de loi lui-même. Notamment, les entreprises peuvent être tenues à la réparation du préjudice uniquement si ce dernier aurait pu être prévenu ou empêché par l'exécution de l'obligation de vigilance[1199] ou par un suivi suffisamment attentif[1200]. Cette limitation ne rend pas seulement la réparation moins accessible pour les parties lésées, elle induit également une application moins tangible de l'obligation de vigilance. En l'absence de précisions supplémentaires, la notion de préjudice évitable semble complexe voire paradoxale. En effet, l'obligation de vigilance exige des entreprises donneuses d'ordre d'identifier et de cartographier les potentiels risques, puis de définir des mesures appropriées pour y

[1195] Art. 1, *Ibid.*
[1196] Art. 1, *Ibid.*
[1197] En vertu des articles 1240 et 1241 du code civil et de l'article L. 225-102-5 du Code de commerce.
[1198] Art. 2, LOI n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre (1), *op. cit.* note 113
[1199] Art. 2, *Ibid.*
[1200] A. Coursaut-Durand, L. Boucher, « Dirigeants et risques environnementaux », Option Finance, avril 2023, vol. La lettre gestion des groupes internationaux, https://www.optionfinance.fr/lettres-professionnelles/la-lettre-gestion-des-groupes-internationaux/developpement-durable-quelle-responsabilite-pour-les-entreprises-et-leurs-dirigeants/dirigeants-et-risques-environnementaux.html

faire face ; elle ne précise néanmoins pas de seuils ou de moyens nécessaires à mettre en place, ni de nature ni de gravité de dommage que l'entreprise pourrait effectivement espérer ou devoir prévenir. Cela revient à l'appréciation et l'analyse dans une certaine mesure subjective par les entreprises de ces risques. Toutefois, l'intérêt primaire de celles-ci reste de diminuer leur risque de responsabilité, non pas nécessairement leur incidence négative.

Le premier litige en France sur le fondement du devoir de vigilance démontre la complexité pratique de sa mise en œuvre. Le recours a été lancé contre l'entreprise TotalEnergies par un groupe d'associations et de collectivités publiques alléguant l'insuffisance du plan de vigilance et l'absence de mesures suffisantes pour s'aligner aux objectifs de l'Accord de Paris afin de diminuer les préjudices climatiques actuels et futurs[1201].

Le juge souligne que « [l]a loi ne vise directement aucun principe directeur, ni aucune autre norme internationale préétablie, ni ne comporte de nomenclature ou de classification des devoirs de vigilance s'imposant aux entreprises concernées. Le droit positif ne prévoit aucun référentiel, aucune typologie précise des droits concernés ou des mesures au sens des dispositions susvisées » [1202].

En effet, les entreprises ne sont tenues d'analyser leurs risques et impacts négatifs selon aucun référentiel ou standard de quelconque valeur juridique ou pratique, ni de mettre en place des mesures précises ou suffisamment granulaires pour empêcher les risques identifiés. Statuant en référé, le juge prononce l'irrecevabilité du recours, constatant les limites de son office, notamment cantonné aux dommages imminents et troubles manifestement illicites, tel que le prévoit l'article 835 alinéa 1er du Code de procédure civile[1203], à l'instar de l'inexistence de fait ou de fond du plan de vigilance[1204]. Par son activité climaticide et sa contribution aux nouveaux projets pétro-gaziers, l'entreprise TotalEnergies induit activement des émissions de gaz à effet de serre dans l'atmosphère. Ce préjudice contribuant directement au dérèglement climatique, identifiable et mesurable,

[1201] Tribunal judiciaire de Paris, 28 février 2023, n° 22/53942
[1202] *Ibid.*
[1203] *Ibid.*
[1204] A. Coursaut-Durand, L. Boucher, « Dirigeants et risques environnementaux », *op. cit.* note 1200

peut être limité voire prévenu dans une certaine mesure par le plan de vigilance. Toutefois, il ne relève pas de la compétence du juge des référés d'apprécier en profondeur le plan de vigilance ni son caractère fondé ou raisonnable[1205], ceci appartenant uniquement au juge de fond. Ainsi, le juge des référés ne peut se prononcer que pour faire cesser un dommage imminent[1206], en l'espèce, le préjudice environnemental grave et constant étant perçu en tant qu' « [u]n dommage purement éventuel [qui] ne saurait donc être retenu pour fonder l'intervention du juge des référés » [1207].

L'absence de cadre clair et contraignant définissant les contours du devoir de vigilance diminue significativement l'efficacité potentielle pour limiter voire prévenir les impacts négatifs.

La directive sur le devoir de vigilance en matière de durabilité des entreprises (en anglais *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, CSDDD)[1208] reprend et renforce le même objectif, visant à harmoniser les pratiques au niveau européen d'identification et de prévention des incidences négatives sur les facteurs de durabilité. La directive vise à responsabiliser les très grandes entreprises multinationales à travers une série de mesures accompagnant et concrétisant l'obligation de veille sur les potentiels ou actuels impacts négatifs de leurs activités, leurs filiales et de leur chaîne de valeur à l'intérieur et à l'extérieur de l'Europe[1209]. Elle serait potentiellement en mesure de responsabiliser les grandes entreprises non seulement à travers un exercice

[1205] Tribunal judiciaire de Paris, 28 février 2023, *op. cit.* note 1201
[1206] « Le dommage imminent s'entend du dommage qui n'est pas encore réalisé, mais qui se produira sûrement si la situation présente doit se perpétuer et le trouble manifestement illicite résulte de toute perturbation résultant d'un fait qui directement ou indirectement constitue une violation évidente de la règle de droit. »
Ibid.
[1207] *Ibid.*
[1208] Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, *op. cit.* note 51
[1209] Notamment, la directive impose que « les entreprises fassent preuve d'un devoir de vigilance en matière de droits de l'[H]omme et d'environnement fondé sur les risques tel que défini aux articles 7 à 16 (« devoir de vigilance ») en prenant les mesures suivantes :
a) intégrer le devoir de vigilance dans leurs politiques et leurs systèmes de gestion des risques conformément à l'article 7 ;
b) recenser et évaluer les incidences négatives réelles ou potentielles conformément à l'article 8 et, si nécessaire, hiérarchiser les incidences négatives réelles et potentielles conformément à l'article 9 ;
c) prévenir et atténuer les incidences négatives potentielles, mettre un terme aux incidences négatives réelles et en atténuer l'ampleur conformément aux articles 10 et 11 ;
d) réparer les incidences négatives réelles conformément à l'article 12 ;
e) mener des échanges constructifs avec les parties prenantes conformément à l'article 13 ;
f) établir et maintenir un mécanisme de notification et une procédure relative aux plaintes conformément à l'article 14 ;
g) contrôler l'efficacité de leur politique et de leurs mesures de vigilance conformément à l'article 15 ;
h) communiquer publiquement sur le devoir de vigilance conformément à l'article 16. »
Article 5, *Ibid.*

de transparence mais aussi de réelle reconnaissance et d'appropriation des effets négatifs sur les droits fondamentaux et l'environnement.

Initialement entrée en vigueur le 25 juillet 2024 après une longue période de négociation, les nouvelles propositions de directive dans le cadre du projet Omnibus tentent déjà de modifier le champ d'application matériel et personnel et de repousser la date d'application de la directive menaçant effectivement son utilité et la réalisation de l'objectif recherché[1210]. Notamment, les obligations de veille se limiteraient aux seuls fournisseurs et co-contractants directs, qui en cas de manquements ne seraient plus exposés au risque de rupture de relations commerciales. Ainsi, malgré l'exclusion des petites et moyennes entreprises du champ d'application direct, ces dernières sont susceptibles d'être impliquées dans l'application des obligations de vigilance à travers leurs relations commerciales et partenariats. Toutefois, la nouvelle proposition vise spécifiquement à diminuer « l'effet de ruissellement » des exigences en empêchant les entreprises d'exiger les informations estimées excessives et en limitant la quantité d'informations pouvant être demandées dans le cadre de la cartographie de la chaîne de valeur[1211].

La directive impose l'adoption d'un plan de transition pour l'atténuation du changement climatique aligné sur les objectifs de l'Accord de Paris[1212]. Toutefois, si la proposition de révision dans le cadre Omnibus est acceptée, l'implémentation d'un plan de transition climatique ne serait plus obligatoire.

La recherche de responsabilité des entreprises en matière de droits de l'Homme présente de très importantes difficultés, telles que la divergence de standards et l'absence d'harmonisation entre les exigences normatives nationales des différents pays le long de la

[1210] Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, *op. cit.* note 105 ;
Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, *op. cit.* note 105
[1211] *Ibid.*
[1212] Article 1, article 22, Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, *op. cit*. note 51

chaîne de valeur, et notamment des pays de siège social et des pays d'accueil des investissements ou de sièges de filiales ou de fournisseurs. Le devoir de vigilance a vocation, en ce sens, à révolutionner la recherche de responsabilité des entreprises en rapprochant les incidences lointaines aux juridictions des sociétés mères et donneuses d'ordres, de réellement impliquer ces dernières dans la prévention et la remédiation des violations graves historiquement marginalisées voire ignorées. Toutefois, son effectivité dépend entièrement du champ d'application matériel et personnel imposé.

ii. L'obligation de transparence

Le droit de la consommation protège de manière renforcée le consommateur, y compris l'investisseur, face aux pratiques commerciales des entreprises exploitant abusivement et déloyalement l'intérêt porté aux engagements en matière de RSE, d'ESG ou de durabilité.

Notamment, l'écoblanchiment est constitutif d'une pratique commerciale trompeuse ou déloyale, notion élargie et concrétisée par le cadre légal et règlementaire progressivement instauré depuis l'Accord de Paris[1213]. Notamment, sont considérés comme l'écoblanchiment non seulement les publicités et informations mensongères ou fausses mais également les engagements et allégations ambiguës ou incomplètes susceptibles d'induire le consommateur ou l'investisseur en erreur. Selon l'article L.121-2 du Code de la consommation, « [u]ne pratique commerciale est trompeuse si elle est commise dans l'une des circonstances suivantes :

[…]

2° Lorsqu'elle repose sur des allégations, indications ou présentations fausses ou de nature à induire en erreur et portant sur l'un ou plusieurs des éléments suivants :

[…]

[1213] N. Lenoir, « L'écoblanchiment, une pratique à hauts risques », Le monde de droit, 22 novembre 2022, https://www.lemondedudroit.fr/decryptages/84569-ecoblanchiment-pratique-hauts-risques.html

b) Les caractéristiques essentielles du bien ou du service, à savoir : […] son impact environnemental […] ;

e) La portée des engagements de l'annonceur, notamment en matière environnementale, la nature, le procédé ou le motif de la vente ou de la prestation de services […] »[1214]

Ainsi, depuis la mise à jour en 2021, les pratiques commerciales déloyales obtiennent une nouvelle facette mentionnant spécifiquement les allégations environnementales, à la fois quant aux impacts potentiellement négatifs et aux objectifs visés par des produits et services. Indépendamment du support utilisé, ces pratiques peuvent être considérées comme déloyales dès que l'entreprise publie des informations trompeuses de façon intentionnelle ou par inadvertance, qu'elle sous-estime les incidences négatives afin de diminuer son risque de réputation ou de responsabilité ou qu'elle survalorise les impacts positifs dans l'objectif de verdir son image[1215].

En plus d'une pratique commerciale interdite, les pratiques d'écoblanchiment peuvent être constitutives de délit financier pour les entreprises cotées sur les marchés réglementés. En effet, la diffusion d'informations « qui donnent des indications fausses ou trompeuses » [1216], y compris les prétentions inexactes, exagérées ou déformées en matière de durabilité, est susceptible d'engager la responsabilité pénale de l'entreprise[1217]. Cela comprend les informations de nature à avantager les entreprises cotées, artificiellement ou de façon anormale, altérant sa valorisation boursière[1218]. Quel que soit l'objectif recherché ou le résultat atteint, le délit peut être constaté à la simple tentative, comme le prévoit l'alinéa 2 de l'article L. 465-3-2 du Code monétaire et financier[1219] représentant un risque

[1214] Article L121-2, Code de la consommation
[1215] N. Lenoir, « L'écoblanchiment, une pratique à hauts risques », *op. cit.* note 1213
[1216] Article L465-3-2– I du Code monétaire et financier prévoit dans son premier paragraphe qu' « [e]st puni des peines prévues au A du I de l'article L. 465-1 le fait, par toute personne, de diffuser, par tout moyen, des informations qui donnent des indications fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un instrument financier à un niveau anormal ou artificiel. »
[1217] Article L465-3-2– I, Code monétaire et financier
[1218] O. Laffitte, « Greenwashing… une nouvelle forme de délinquance financière ! », ESG Legal, Observatoire du Droit de la Finance Durable, février 2024
[1219] L'alinéa II de l'article note que « [l]a tentative d'infraction […] est punie de mêmes peines ».
Article L465-3-2– II, Code monétaire et financier

juridique substantiel pour les entreprises. Ainsi, tout document et toute communication de l'entreprise cotée, notamment les rapports sur la performance extra-financière en vertu de régulations telles que la directive NFRD ou CSRD peut être analysé dans sa globalité afin de démontrer l'infraction[1220].

La lutte contre le délit financier de l'écoblanchiment, tel que défini par le Code monétaire et financier, relève de la responsabilité des autorités de surveillance des marchés. Toutefois, leur implication répressive reste très limitée jusqu'alors malgré la multiplication des allégations d'écoblanchiment. L'absence de sanction prononcée diminue en apparence le risque de responsabilité et son effet dissuasif[1221]. Par ailleurs, les actionnaires ont droit au recours devant les juridictions nationales. Ils peuvent assigner en justice les entreprises investies, réclamant la réparation du préjudice subi en raison d'allégations trompeuses ou de faux engagements, issus des documents précontractuels ou des rapports[1222].

Ainsi, l'écoblanchiment relève d'un corpus normatif important, considérant la qualification de délit boursier et les sanctions particulièrement lourdes qu'il peut encourir, il peut faire naître un réel risque pénal et financier, jusqu'alors gravement sous-valorisé[1223].

[1220] O. Laffitte, « Greenwashing… une nouvelle forme de délinquance financière ! », *op. cit.* note 1218
[1221] *Ibid.*
[1222] Article 90 et 90A de Financial Services and Markets Act.
Aux Etats-Unis, les actionnaires d'Exxon Mobil Corporation ont poursuivi l'entreprise en justice alléguant qu'elle a dissimulé les conséquences de son plan de lutte contre le réchauffement climatique.
United States District court for the Northern District of Texas Dallas division, affaire In re Exxon Mobil Corporation Derivative Litigation, arrêt du 13 août 2021, n° 3:19-cv-01067
Cité par N. Lenoir, « L'écoblanchiment, une pratique à hauts risques », *op. cit.* note 1213
[1223] O. Laffitte, « Greenwashing… une nouvelle forme de délinquance financière ! », *op. cit.* note 1218

b. Les obligations concernant spécifiquement des acteurs financiers

Moins exposés directement au risque de responsabilité juridique, les acteurs financiers sont, toutefois, également visés par des obligations spécifiques susceptibles d'engager leur responsabilité en cas de manquement, notamment en matière de vigilance (i) et de transparence (ii).

i. Le devoir de vigilance

L'obligation de vigilance concerne également les activités d'investisseurs. Les acteurs financiers n'étant pas directement concernés par les normes contraignantes imposant le devoir de vigilance au niveau européen ou national, la reconnaissance de cette obligation relève d'autres mécanismes et principes juridiques.

L'établissement de crédit ainsi que les investisseurs en obligations doivent notamment s'assurer que les projets qu'ils financent, respectent les normes quant aux droits de l'Homme et de l'environnement et ne présentent pas de risques graves en la matière.

Cela pourrait être également applicable aux investissements en actions, en particulier en capital investissement, où les procédures de *due diligence* sont enracinées dans la pratique avant la prise de décisions d'investissement. Notamment, le positionnement conséquent dans le capital et l'horizon de temps de détention du titre rendent une analyse approfondie, cartographiant tous les risques et incidences pertinents, indispensables. Cette évaluation des potentiels ou actuels risques et impacts financiers et extra-financiers est assimilable en pratique à la procédure en vertu du devoir de vigilance.

Le manquement à l'obligation de vigilance de la part de la société de gestion, en procédant avec l'investissement malgré la prise de conscience du préjudice potentiel ou actuel pourrait mener vers l'engagement de la responsabilité civile de l'investisseur, suivant

le principe de « fermeture des robinets ». Il s'agit d'un mécanisme visant à rechercher la responsabilité des établissements derrière les flux financiers orientés vers des activités préjudiciables ou des secteurs qui entravent la réalisation des objectifs climatiques[1224]. Il s'agirait ainsi d'un régime de responsabilité civile pour faute personnelle des financeurs du fait des dommages causés par les activités financées[1225].

ii. L'obligation de transparence

L'obligation de transparence en vertu de l'article 29 de la loi Énergie-Climat ne représente pas seulement une méthodologie et un cadre pour structurer la communication des informations extra-financières des sociétés de gestion et de leurs produits financiers, mais est un réel texte juridique ayant force de loi dont l'application est interprétée et contrôlée, tout d'abord, par le régulateur, puis par les juges et les tribunaux[1226]. Les obligations issues de cet article s'imposent aux entités de son champ d'application et leur mise en œuvre et interprétation sont encadrées[1227]. Notamment, et en cas de litige, le régulateur du marché puis les juridictions nationales contrôlent la bonne application des dispositions de l'article 29 et peuvent sanctionner les acteurs financiers en cas de manquements de leur part[1228].

Les informations communiquées ont une force contraignante constituant des engagements juridiques vis-à-vis des parties prenantes notamment des clients, des souscripteurs et du public, susceptibles d'engager la responsabilité des acteurs financiers[1229]. Selon l'article L. 533-22-1, les acteurs financiers doivent mettre les informations extra-financières issues du rapport 29 à la disposition, d'un côté, de leurs « souscripteurs » et d'un autre, du « public ». L'article D. 533-16-1 mentionne plus

[1224] A. Langford, « Sharp rise in number of climate lawsuits against companies, report says », Guardian, 27 juin 2024, https://www.theguardian.com/environment/article/2024/jun/27/sharp-rise-in-number-of-climate-lawsuits-against-companies-report-says
[1225] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[1226] O. Laffitte, « Les nouveaux risques juridiques de l'article 29 de la Loi Énergie-Climat », ESG Legal, l'Observatoire du Droit de la Finance Durable, septembre 2021
[1227] *Ibid.*
[1228] *Ibid.*
[1229] *Ibid.*

précisément les « souscripteurs, affiliés, cotisants, allocataires ou clients ».

Ainsi, les deux catégories de destinataires déterminent les deux régimes juridiques de responsabilité susceptibles de s'appliquer en cas de manquements. Concernant les souscripteurs et clients, la relation contractuelle conditionne l'application du régime de responsabilité contractuelle. Les informations ESG diffusées aux clients par les acteurs financiers se grefferont au contrat de souscription conclu. Elles constituent, dès lors, des éléments contractuels[1230]. Similairement, la constatation de fausses allégations sur la gestion durable ou la stratégie d'investissement responsable au sein d'un document précontractuel du produit financier peut être constitutive de manœuvres dolosives susceptibles d'avoir entraîné le consentement du cocontractant, ouvrant la voie à la recherche de responsabilité civile contractuelle[1231].

Une autre possibilité se présente en vertu du droit de la consommation, concernant, notamment, l'interdiction des pratiques commerciales trompeuses des fausses allégations ou de nature à induire l'épargnant en erreur, notamment quant à la qualité durable ou responsable du produit financier. Les articles L. 121-2 et L. 132-2 du Code de la consommation permettraient, ainsi, de sanctionner civilement et pénalement les sociétés de gestion pour un discours publicitaire mensonger et déloyal.

Concernant le public, l'information extra-financière publiée dans le cadre du rapport article 29 de la loi Énergie-Climat ne ressort pas d'une relation contractuelle avec les acteurs financiers, s'inscrivant ainsi dans le régime de responsabilité extracontractuelle. Ainsi, l'information ESG correspond à un exercice de transparence sans portée juridique spécifique[1232].

[1230] *Ibid.*
[1231] Trébulle F.-G., « Responsabilité sociale des entreprises (Entreprise et éthique environnementale) », Rép. sociétés Dalloz 2003, n° 45.
[1232] O. Laffitte, « Les nouveaux risques juridiques de l'article 29 de la Loi Énergie-Climat », *op. cit.* note 1227

Les sociétés de gestion se voient imposer diverses obligations de transparence concernant la qualité de l'information[1233], de la forme et de la disponibilité de son support ou de la dénomination des fonds d'investissement en vertu de la doctrine de l'AMF et de la position de l'AEMF[1234]. La veille au respect de ces obligations relève principalement de la responsabilité du régulateur[1235] et potentiellement des juridictions nationales dépassant la sanction administrative, pouvant ainsi induire un réel risque de responsabilité juridique pour les investisseurs.

[1233] §3 et §4, Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 30 décembre 2024, *op. cit.* note 562
[1234] European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report, Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms, *op. cit.* note 633
[1235] N. Lenoir, « L'écoblanchiment, une pratique à hauts risques », *op. cit.* note 1213

B. Des voies de recours relativement accessibles

En matière de droits de l'Homme et de l'environnement, les principaux garants sont les États, liés par des engagements internationaux contraignants à la différence des acteurs financiers et économiques. Les victimes de préjudices environnementaux ou de droits fondamentaux, qu'ils soient causés par les personnes publiques ou privées, peuvent saisir les juridictions nationales puis internationales, recherchant la responsabilité de l'État pour le manquement à son obligation positive[1236]. Cependant, la recherche de la responsabilité des investisseurs et des entreprises demeure compliquée. Sur la scène internationale, les personnes privées de droit interne ne disposent pas de la personnalité juridique internationale[1237], ne sont soumises à aucune obligation de cet ordre juridique, et ne peuvent dès lors pas être poursuivies pour manquement à des obligations qui ne leur ne sont pas opposables. Plus précisément, la personnalité juridique peut être déterminée en dehors de la notion de la capacité, selon la « capacité d'être titulaire de droits et devoirs internationaux et [la] capacité de se prévaloir de ses droits par voie de réclamation internationale » selon la Cour internationale de Justice[1238]. Selon le *Vocabulaire juridique*, la personnalité juridique est définie en tant qu'« aptitude à être titulaire de droits et assujetti à des obligations », ainsi, le sujet actif d'un ordre juridique est celui apte à être titulaire de droit et le sujet passif, débiteur d'obligations[1239]. Être reconnu sujet de droit par un ordre juridique, notamment international c'est « affirmer que cet ordre se tient pour apte à le doter de droits et d'obligations. »[1240]

Avec l'évolution du droit international économique et des droits de l'Homme, les sujets de droit interne acquièrent progressivement « par les dispositions formellement

---

[1236] CEDH, Chambre, *affaire Airey c. Irlande*, Requête n° 6289/73, arrêt du 9 octobre 1979, *op. cit*. note 42 ;
CEDH, Chambre, *affaire X et Y c. Pays- Bas*, Requête n° 8978/80, arrêt du 26 mars 1985, *op. cit*. note 42 .

[1237] Les entreprises étant des personnes morales de droit privé, donc des sujets de droit interne, ne peuvent pas être considérées comme des sujets de droit international car elles ne participent pas à la construction de l'ordonnancement juridique de la sphère internationale. Notamment, selon certains auteurs, la personnalité juridique internationale est conditionnée par la capacité du sujet de conclure les traités et de participer activement et directement dans le processus d'élaboration des règles internationales. Si la capacité à influencer l'ordonnancement juridique international conditionne la personnalité juridique internationale, alors les personnes morales et physiques privées ne peuvent en être titrés. Les personnes privées de droit interne ne contribuent que de manière très indirecte à la création des normes internationales et n'ont, à ce titre, la capacité à générer, par leur comportement, de la coutume ou des principes généraux de droit international.
D. Alland, Manuel de droit international public, Puf, 4e édition, 2017.

[1238] CIJ, Réparations des dommages subis au service des Nations Unis, avis 11 avril 1949, p. 179.

[1239] G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, *op. cit.* note 11

[1240] J. Combacau, Chapitre VI, Les sujets internes en droit international, dans J. COMBACAU, S. SUR, *Droit international public*, LGDJ, 12e édition, 2016.

interétatiques mais substantiellement transnationales »[1241] des droits, tels que les protections issues de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales[1242] ou des Traités bilatéraux d'investissement. Malgré cette évolution, les personnes privées de droit interne ne sont pas traitées comme des sujets, mais plutôt comme des objets de droit international, suivant l'idée qu'un particulier peut disposer des droits et des protections internationales ainsi que du pouvoir d'en réclamer le respect[1243].

La principale distinction avec les sujets traditionnels de droit international réside dans le fait que les personnes privées de droit interne ne sont reconnues comme débiteurs d'obligations internationales, que très exceptionnellement, et ce, seulement depuis peu. Ainsi, en principe, les seules normes contraignantes par nature à leur égard sont les règles nationales. Par ailleurs, il est difficilement envisageable que les violations des engagements non contraignants unilatéralement souscrits soient susceptibles d'engager la responsabilité des entreprises.

L'accroissement, depuis quelques années, des obligations et des devoirs des acteurs économiques et financiers, mène vers une nouvelle source de litiges corrélés. Le risque juridique en relevant représente un levier puissant dans la responsabilisation des acteurs financiers et économiques. La crainte de la sanction juridique pousse ces derniers à veiller davantage à la cohérence de leurs engagements et à la conformité de leurs activités.

Toutefois, la qualité dissuasive dépend largement de l'accessibilité effective des recours, ainsi que du poids et des conséquences juridiques, financières et réputationnelles réelles des recours utilisés.

Ainsi, malgré le caractère globalisé des activités des entreprises et des investisseurs, la réelle évolution de litiges en matière de finance durable reste

---

[1241] *Ibid*.

[1242] Conseil de l'Europe, Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales, signée à Rome, le 4 novembre 1950, entrée en vigueur en 1953.

[1243] La Cour permanente de Justice internationale (CPIJ) dans son affaire des Tribunaux de Dantzig de 1928 retient qu'un accord international ne créé des droits et des obligations qu'entre les États parties. Les particuliers peuvent en être l'objet, mais ils n'en sont pas les sujets. La CPIJ, affirme également que, par exception à ce principe, les États peuvent créer directement des droits reconnus aux particuliers.
CPIJ, *affaire de la Compétence des tribunaux de Dantzig,* avis 3 mars 1928, Sér. B, n°15, p.17-18.
Par la suite, en droit international des investissements, les traités bilatéraux d'investissement consacrent l'idée de rendre le particulier titulaire non seulement de droits substantiels mais aussi d'une aptitude procédurale d'attraire l'État partie en arbitrage.

cantonnée aux juridictions nationales des pays d'immatriculation et limitée par leurs compétences (a). Dans la sphère internationale, les seuls recours pouvant impliquer les entités se situant le long de la chaîne de valeur et d'approvisionnement sont les voies de règlement de différends transnationaux (b.), historiquement peu adaptés pour rechercher la responsabilité de ces personnes morales.

a. Le recours devant les juridictions nationales

Les acteurs financiers et économiques, malgré le caractère multinational du périmètre de leurs activités et impacts, restent les personnes privées de droit interne assujetties notamment aux règles issues du droit interne.

La recherche de responsabilité de ces acteurs est dès lors définie par le droit interne encadrant, d'un côté, les règles primaires dont la violation pourrait donner lieu à des litiges[1244] et, d'un autre côté, les règles secondaires encadrant notamment l'accès, la nature et les potentielles conséquences des recours disponibles. Ainsi, les juges nationaux du siège social des entités sont compétents pour statuer sur les faits et les préjudices issus de leurs compétences personnelles et territoriales, excluant souvent la recherche de responsabilité pour les impacts négatifs des entités de la chaîne de valeur.

Les obligations en matière de finance durable ouvrent la voie à la recherche de la responsabilité, tant civile que pénale.

La loi du 8 août 2016 pour la reconquête de la biodiversité de la nature et des paysages définit le préjudice écologique et prévoit l'action pour prévenir ou arrêter le dommage ainsi que le recours en responsabilité civile contre « toute personne [en étant] responsable ». L'article 4 de la loi intégrée aux articles 1386-19 – 1386-25 du Code civil établit l'action en réparation du préjudice et accessible à toute personne ayant la qualité et l'intérêt à agir, notamment « l'État, l'Agence française pour la biodiversité, les collectivités territoriales et leurs groupements dont le territoire est concerné, ainsi que les établissements publics et les associations, […] qui ont pour objet la protection

[1244] Voir *supra,* Paragraphe 3. La régulation fondamentalement neutre de la Section 2, du Chapitre I, de la Partie I

de la nature et la défense de l'environnement »[1245]. Les communautés ou personnes lésées ne sont pas spécifiquement mentionnées, mais l'action est ouverte à la société civile, dont les associations de protection de l'environnement. Ainsi, l'action semble cantonnée au préjudice relevant de la compétence territoriale des juridictions nationales, limitant son effectivité quant à la responsabilisation des acteurs économiques et financiers dont les chaînes de valeur sont globalisées et les préjudices environnementaux sont souvent transfrontaliers.

Les acteurs économiques peuvent également être poursuivis en responsabilité civile par des consommateurs à titre individuel ou à travers des actions collectives[1246], et leurs actionnaires [1247]. Les actions collectives intentées par des consommateurs sont prévues par les législations nationales[1248].

Tel que précédemment mentionné, les informations extra-financières et de durabilité communiquées par les entreprises et les investisseurs engagent juridiquement ces dernières, en particulier vis-à-vis de partenaires, de consommateurs et cocontractants. Ainsi, les manquements aux obligations de gestion responsable et durable ainsi que de transparence sont susceptibles d'engager la responsabilité des acteurs financiers.

Les autorités de contrôle sont chargées de s'assurer de la conformité des communications et des engagements ESG avec les dispositions nationales et européennes en la matière. Ils veillent également « au caractère clair, exact et non trompeur » des informations publiées [1249]. En ce sens, les autorités de contrôle constituent la première ligne de défense contre l'écoblanchiment et les manquements en matière de finance durable. Leurs décisions sont par la suite soumises au contrôle des juridictions judiciaires. Elles peuvent aussi être directement saisies par les souscripteurs de produits financiers ou les

[1245] Article 4, LOI n° 2016-1087 du 8 août 2016 pour la reconquête de la biodiversité, de la nature et des paysages
[1246] En anglais, *class action*.
[1247] N. Lenoir, « L'écoblanchiment, une pratique à hauts risques », *op. cit.* note 1213
[1248] En France, les articles L623-1 et suivants du code de la consommation définissent la voie ouverte aux consommateurs. Dans d'autres pays, ces actions sont également prévues, par exemple en vertu du chapitre 19 du code de procédure civile britannique.
[1249] O. Laffitte, « Les nouveaux risques juridiques de l'article 29 de la Loi Énergie-Climat », *op. cit.* note 1227

clients et sanctionner les acteurs financiers en cas de non-respect des obligations ESG[1250], tel que l'investissement dans des actifs ou des produits ne relevant pas de la stratégie ESG ou de durabilité ou le dépassement des ratios et des objectifs ESG.

Si le préjudice allégué par la personne lésée est causé par un manque d'informations ou par une information trompeuse provenant de fournisseurs de données ou d'agences de notation, la société de gestion, cliente, peut par la suite se retourner contre l'entreprise à l'origine de cette défaillance[1251]. Ainsi l'ensemble de la chaîne des acteurs financiers et prestataires ESG est concerné, soit directement, soit par ricochet par le risque de responsabilité.

Les pratiques d'écoblanchiment et la diffusion d'informations « qui donnent des indications fausses ou trompeuses » peuvent être constitutives d'une infraction pénale, le délit financier[1252]. Les entreprises cotées sur les marchés réglementés diffusant des informations susceptibles d'avantager ou d'altérer artificiellement leur valorisation boursière[1253] encourent une peine de cinq ans d'emprisonnement et de cent millions d'euros d'amende[1254].

Ces recours restent limités par les compétences matérielles, personnelles et territoriales des juges nationaux, dès lors principalement cantonnés aux faits des sociétés mères et des acteurs financiers sur le territoire national.

En l'absence de normes adaptées ou d'un activisme des juges internes pour chercher la responsabilité des entités le long de la chaîne de valeur, le seul recours disponible relèverait du droit international des investissements, toutefois fondamentalement inadapté.

[1250] *Ibid.*
[1251] *Ibid.*
[1252] Article L465-3-2– I du Code monétaire et financier prévoit dans son premier paragraphe qu'« [e]st puni des peines prévues au A du I de l'article L. 465-1 le fait, par toute personne, de diffuser, par tout moyen, des informations qui donnent des indications fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un instrument financier à un niveau anormal ou artificiel. »
[1253] O. Laffitte, « Greenwashing… une nouvelle forme de délinquance financière ! », *op. cit.* note 1218
[1254] Article L465-3-2– I Code monétaire et financier

b. Le recours transnational, la seule voie transnationale d'une accessibilité limitée

La prise de conscience de l'importance des préoccupations environnementales et sociales, certes tardive, devient de plus en plus présente dans toutes les sphères de la vie économique et financière, y compris sur la scène internationale, en particulier dans les pays d'accueil des investissements. Ainsi, le droit international des investissements et les mécanismes juridictionnels et de règlements de différends en relevant se mêlent progressivement à ces enjeux[1255]. Toutefois, leurs objectifs primaires ont été et restent à la fois de réduire les mesures protectionnistes nationales décourageant l'investissement ou diminuant supposément son rendement, de faciliter l'implantation d'investissements internationaux et de protéger les investisseurs en tant que personnes morales privées face aux États étrangers souverains[1256].

Ces derniers sont, historiquement, les seuls sujets des obligations issues du droit international de l'environnement et des droits fondamentaux. Ils sont, dès lors, les seuls chargés d'imposer et de faire respecter ces obligations par tous les autres acteurs privés et publics. Ces mesures protectrices d'intérêt général, une fois traduites dans le droit interne, peuvent dès lors faire partie des obligations contraignantes opposables aux investisseurs étrangers[1257].

Cependant, en termes de règles primaires, elles peuvent se voir imposer des obligations contradictoires avec les prérogatives issues des traités internationaux de promotion des investissements et mettre un obstacle aux intérêts économiques protégés des investisseurs étrangers[1258].

Concernant les règles secondaires, les États hôtes s'engagent très souvent à ne pas poursuivre les investisseurs étrangers protégés devant leurs juridictions nationales compétentes pour statuer sur les éventuelles violations du droit interne. Les clauses

[1255] I. Glushchenko, K.A.N. Duggal, « Human Rights in Investment Claims », Jus Mundi, 7 octobre 2024, https://jusmundi.com/en/document/publication/en-human-rights-in-investment-claims
[1256] Section IV, Fédération internationale des ligues des droits de l'Homme (FIDH), Entreprises et violations des droits de l'Homme : Un guide sur les recours existants à l'attention des victimes et ONGs, 3 décembre 2012, https://www.fidh.org/fr/themes/entreprises-droits-humains-et-environnement/responsabilite-des-entreprises/Entreprises-et-violations-des
[1257] Notamment, une clause de respect du droit interne de l'État hôte devrait exister dans l'instrument de promotion d'investissement international protégeant les investisseurs étrangers.
[1258] I. Glushchenko, K.A.N. Duggal, « Human Rights in Investment Claims », *op. cit.* note 1225

d'arbitrage et de renonciation, inscrites dans les conventions de promotion d'investissement international, à l'instar des traités bilatéraux d'investissement (TBI), écartent expressément ce risque de poursuites pour les investisseurs par un État étranger. La voie principale de règlement de différends entre un investisseur étranger et un État hôte reste la justice privée, notamment l'arbitrage transnational. Ce recours est conçu pour permettre aux personnes privées de faire valoir leurs droits et rechercher la responsabilité des États pour des faits internationalement illicites.

Ainsi, le spectre de mesures disponibles pour les États visant à protéger ses ressortissants lésés par les activités préjudiciables des acteurs économiques et financiers pouvant bénéficier du statut d'investisseur étranger est fortement limité. En témoignent des affaires telles que Philippe Morris contre Uruguay[1259] ou les affaires lancées contre Argentine pour des faits provenant de la crise de 1998-2002[1260].

Seuls deux mécanismes existent en vertu du droit international des investissements donnant lieu à l'engagement de la responsabilité des entreprises en matière de droits de l'Homme et de l'environnement, lesquels sont la demande reconventionnelle, accessible à l'État poursuivi (i.) et l'*amicus curiae* accessible aux parties tierces, dont les communautés lésées et la société civile (ii.).

[1259] L'entreprise Philippe Morris contestant les mesures anti-tabac prises par l'État d'Uruguay saisit un tribunal arbitral dans le cadre de l'institution CIRDI (Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements). Ce dernier rejette le recours de l'entreprise et la condamne à payer les coûts de l'arbitrage et à rembourser en partie des frais juridiques de l'État. L'adoption de mesures visant la protection de la santé de la population a donné lieu à une procédure longue et coûteuse pour l'État, en raison de la contradiction des préoccupations sociales et des intérêts économiques.
CIRDI, *affaire Philip Morris Brands Sarl, Philip Morris Products S.A. et Abal Hermanos S.A. c. la République orientale de l'Uruguay*, n° ARB/10/7, sentence du 8 juillet 2016

[1260] Un État poursuivi peut invoquer des circonstances spécifiques excluant le caractère illicite de ses faits, à l'instar du principe de l'exception de l'état de nécessité. Malgré une crise économique et politique profonde et des considérations relatives aux droits de l'Homme, comme l'accès à l'eau potable, le principe n'a pas été reconnu de façon systématique par différents tribunaux arbitraux.
CIRDI/CNUDCI, *affaire Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona, SA et Vivendi Universal, SA c. Argentine*, n° ARB/03/19, décision sur responsabilité du 30 juillet 2010;
CIRDI, *affaire Total SA c. Argentine*, n° ARB/04/01, décision sur responsabilité du 27 décembre 2010

i. La demande reconventionnelle, le seul outil contre les investisseurs cependant peu efficace

La demande reconventionnelle permet aux États d'accueil de répondre aux poursuites engagées par les investisseurs de façon proactive en invoquant les manquements de ces derniers, y compris les violations de droits fondamentaux ou de droit de l'environnement[1261]. L'objectif principal de la demande reconventionnelle n'est pas de diminuer la responsabilité des États poursuivis dans le cadre du recours initial, mais « de placer les investisseurs face à leurs turpitudes […], pour leur faire rendre compte de leurs propres comportements dommageables »[1262], permettant ainsi une prise en compte des obligations cumulatives voire contradictoires pouvant être imposées aux États. Ce mécanisme permet également d'engager simultanément les responsabilités des deux parties, ouvrant la possibilité d'une condamnation de l'entreprise pour le préjudice causé, en plus de défendre ou de justifier les actions étatiques, objet du recours initial[1263]. La demande reconventionnelle nuance ainsi le déséquilibre structurel entre les parties. Son encadrement strict limite néanmoins ses chances de succès.

Tout d'abord, l'instrument de fondement du recours doit nécessairement prévoir ou permettre la demande en arbitrage ou la demande reconventionnelle par l'État partie. Le Règlement d'arbitrage CIRDI, comme d'autres textes régissant le contentieux arbitral[1264], prévoit la possibilité pour l'État d'initier le recours et d'attraire l'investisseur en arbitrage, ainsi que de répondre à la poursuite en soumettant une demande reconventionnelle[1265]. Les instruments fondant la compétence du tribunal

[1261] I. Glushchenko, K.A.N. Duggal, « Human Rights in Investment Claims », *op. cit.* note 1225
[1262] F. Latty, « L'Etat demandeur (reconventionnel) dans les procédures arbitrales : le gymkhana de la réaffirmation de l'Etat », in T.E. GHADBAN, C.-M. MAZUY, A. SENEGACNIK (dir.) (dir.), La protection des investissements étrangers, vers une réaffirmation de l'Etat ? – The Protection of Foreign Investments : A Reaffirmation of the State?, Pédone, 2018, pp. 161-178.
[1263] I. Glushchenko, K.A.N. Duggal, « Human Rights in Investment Claims », *op. cit.* note 1225
[1264] Article 46 de la Convention de Washington, Convention pour le règlement des différends relatifs aux investissements entre États et ressortissants d'autres États, *op. cit.* note 12 ;
Articles 4 et 21 du Règlement d'arbitrage de la CNUDCI, Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDCI), Règlement d'arbitrage de la CNUDCI, adopté en 1976 et révisé en 2010 et 2013
[1265] L'article 40 du Règlement d'Arbitrage CIRDI dispose que :
« 1. Sauf accord contraire des parties, une partie peut présenter une demande incidente, additionnelle ou reconventionnelle se rapportant Règlement d'arbitrage 119 directement à l'objet du différend, à condition que cette demande accessoire soit couverte par le consentement des parties et qu'elle relève par ailleurs de la compétence du Centre.

arbitral déterminent la recevabilité de la demande reconventionnelle en l'encadrant de manière implicite ou expresse. En fonction de la délimitation de la compétence *ratione personae*, les deux parties ou l'investisseur seul peuvent être reconnus comme ayant la capacité de saisir le tribunal. Ainsi, la compétence *ratione materiae* délimite les obligations opposables en cas de différend[1266]. Si seules les obligations conventionnelles sont invocables, seule la responsabilité des États peut être recherchée pour fait internationalement illicite. Le tribunal arbitral serait dès lors incompétent pour statuer sur les éventuelles violations des obligations de droit interne ou des normes internationales de droits de l'Homme et de protection de l'environnement[1267]. La capacité de l'État d'attraire l'investisseur en justice, par la saisine du tribunal arbitral ou la soumission de la demande reconventionnelle, dépend de la formulation de la clause de règlement des différends dans le TBI ou le contrat d'investissement.

Si l'État peut ester en justice, encore faut-il que sa demande soit recevable. L'article 46 de la Convention CIRDI précise que les demandes additionnelles et reconventionnelles sont recevables si elles se rapportent « directement à l'objet du différend, à condition qu'[elles] soient couvertes par le consentement des parties et qu'elles relèvent par ailleurs de la compétence du Centre. »[1268]

En effet, la demande reconventionnelle est une demande accessoire dépendant de la demande principale, nécessitant une connexité d'objets, de faits et de fondement juridique[1269]. Cela limite fortement l'invocation des préjudices en matière de droits de l'Homme et de l'environnement, ne relevant souvent ni du même objet ni du même instrument juridique fondant le recours principal. Les TBI ou les contrats d'investissement doivent soit spécifiquement mentionner ces obligations, soit faire référence à d'autres instruments en matière de droits fondamentaux afin que les parties au litige puissent les invoquer devant le tribunal arbitral et opposer leurs violations.

---

2. Une demande incidente ou additionnelle est présentée au plus tard dans la réponse et une demande reconventionnelle est présentée au plus tard dans le contre-mémoire, sauf si le Tribunal autorise la présentation de la demande à un stade ultérieur de la procédure, sur justification fournie par la partie présentant la demande accessoire et après avoir pris en considération toutes objections de l'autre partie […] ».
Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements (CIRDI), Règlement d'arbitrage selon la Convention CIRDI, avril 2006

[1266] F. Latty, « L'Etat demandeur (reconventionnel) dans les procédures arbitrales », *op. cit.* note 1262, pp. 161-178.
[1267] *Ibid.*
[1268] Article 46 de la Convention de Washington, Convention pour le règlement des différends relatifs aux investissements entre États et ressortissants d'autres États, *op. cit.* note 12
[1269] F. Latty, « L'Etat demandeur (reconventionnel) dans les procédures arbitrales », *op. cit.* note 1262, pp. 161-178.

L'arbitrage comme la justice internationale de manière générale est fondé sur une base consensuelle, nécessitant le consentement des deux parties[1270]. L'investisseur peut opposer l'absence d'expression de son consentement si la clause d'arbitrage est contenue dans le code d'investissement national ou dans le TBI exprimant une offre de la part de l'État à laquelle l'investisseur n'a pas spécifiquement répondu. L'acceptation de la part de l'investisseur se concrétise par l'initiation du recours, à l'occasion de laquelle l'investisseur accepte l'entièreté des dispositions relatives à la procédure arbitrale, y compris la possibilité de faire l'objet d'une demande reconventionnelle[1271].

Considérant ces conditions restrictives, il est rare qu'une demande reconventionnelle soit déclarée recevable et prise en compte sur le fond. Lors de l'affaire *Urbaser c. Argentine*, le Tribunal arbitral accepte, pour la première fois, de statuer sur le fondement de la demande reconventionnelle[1272]. L'État d'Argentine invoque la violation de droit à l'eau par l'investisseur, sans toutefois invoquer de normes sources d'obligations contraignantes opposables à ce dernier. Le Tribunal reconnaît largement l'interprétation du TBI en harmonie avec d'autres règles du droit international, notamment celles relatives aux droits de l'Homme, y compris le droit humain à l'eau et à l'assainissement[1273]. Il soutient cependant que la partie étatique n'a pas invoqué de règles spécifiques opposables à l'investisseur[1274]. Ainsi, le Tribunal accepte la possibilité d'engagement de la responsabilité de l'entreprise en matière de droits humains, mais la conditionne à la preuve d'une norme clairement imposée et opposable à la personne morale de droit interne[1275].

Depuis, le Tribunal arbitral statuant dans le cadre l'affaire *Burlington c. Équateur*, a accepté la recevabilité de la demande reconventionnelle soumise par l'État et de statuer sur le fond[1276]. Le Tribunal condamne l'entreprise pétrolière pour le dommage environnemental

---

[1270] « Si dans l'ordre interne la question du consentement du sujet de droit au juge étatique ne se pose pas (compétence obligatoire), l'accord des parties demeure une condition sine qua non de la justice facultative qu'est l'arbitrage, quelle qu e soit au demeurant la qualité, souveraine ou non, des parties. »
Ibid.
[1271] CIRDI, *affaire Antoine Goetz et consorts c. République du Burundi*, n° ARB/95/3, sentence du 10 février 1999
[1272] §1126-1221, CIRDI, *affaire Urbaser S.A., Consorcio de Aguas Bilbao Bizkaia, Bilbao Biskaia Ur Partzuergoa c. Argentine*, n° ARB/07/26, sentence du 8 décembre 2016,
[1273] §1202, §1205, *Ibid.*
[1274] §1206, *Ibid.*
[1275] N. Monebhurrun, « La demande reconventionnelle comme procédure permettant d'engager la responsabilité environnementale des investisseurs : l'exemple du droit international des investissements », Revue juridique de l'environnement, Lavoisier, 14 octobre 2020, vol. 45, n° 3, pp. 526-535
[1276] CIRDI, *affaire Burlington Resources Inc. c. République d'Equateur* sentence, n°ARB/08/5, décision sur la demande reconventionnelle du 17 février 2017

causé en vertu du droit interne et de la Constitution équatorienne prévoyant un régime de responsabilité stricte en cas de dommage environnemental et l'obligation de réparation intégrale[1277].

La demande reconventionnelle rééquilibre la relation asymétrique créée par le droit international des investissements entre les États et les investisseurs, permettant de prendre en compte et de redresser les préjudices causés en matière de droits de l'Homme et de l'environnement, traditionnellement exclus des instruments de promotion des investissements internationaux.

[1277] N. Monebhurrun, « La demande reconventionnelle comme procédure permettant d'engager la responsabilité environnementale des investisseurs », *op. cit.* note 1275, pp. 526-535

ii. L'amicus curiae, la seule voie accessible pour les parties tierces

L'*amicus curiae* est la seule voie s'offrant à la partie réellement lésée par le comportement des investisseurs, ou à celle qui pourrait faire valoir ses intérêts et appuyer les enjeux sociaux et environnementaux souvent marginalisés. Cependant, elle est entièrement cantonnée à un rôle d'appui du recours principal et réservée aux entités non-parties au litige.

Les tribunaux d'investissement peuvent inviter ou accepter l'intervention des parties tierces au recours, dans un objectif d'apport de renseignements supplémentaires et nécessaires à la résolution des problématiques soulevées[1278], dont celles liées aux droits de l'Homme, telles que l'accès à l'eau, le travail digne et autres. Ces interventions prennent la forme d'un mécanisme procédural *amicus curiae*. Notamment, les entités, telles que les communautés lésées ou les associations de la société civile, peuvent soumettre des éléments de faits ou des arguments de droit dans le cadre du litige afin d'aider les arbitres à formuler leur décision.

Toutefois, ce mécanisme procédural bénéficie d'une admission limitée et relative dépendant du règlement d'arbitrage de différentes institutions, de la volonté des deux parties au litige ainsi que de l'appréciation de la recevabilité et de la pertinence par l'arbitre.

Dans l'affaire *Vivendi c. Argentine*, malgré l'acceptation de la soumission, l'*amicus curiae* a été exclu par l'arbitre considérant qu'il n'avait pas fourni d'arguments suffisamment distincts de ceux présentés par les parties au différend[1279]. Inversement, dans une situation similaire de réclamation de l'obligation étatique de garantir l'accès à l'eau, l'*amicus curiae* soumis dans l'affaire *Biwater Gauf c.*

[1278] S. Menétrey, L'amicus curiae vers un principe de droit international procédural ?, Thèse de doctorat, Paris 2, 1er janvier 2008, https://theses.fr/2008PA020075

[1279] CIRDI/CNUDCI, *affaire Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona, SA et Vivendi Universal, SA v. Argentina*, n° ARB/03/19, décision sur responsabilité du 30 juillet 2010

Tanzanie, a été jugé recevable par l'arbitre constatant l'importance et l'utilité de l'intervention des associations[1280].

Ainsi, le mémoire soumis n'engage pas l'arbitre et son acceptation ne garantit pas la prise en compte effective des arguments exposés. Le mécanisme est défini par le Règlement d'arbitrage CIRDI, laissant une grande marge d'appréciation aux arbitres[1281]. Ces derniers, en décidant de l'autorisation de la soumission du mémoire *amicus curiae*, considèrent « dans quelle mesure :

(a) la soumission de la partie non contestante assisterait le Tribunal à trancher une question de fait ou de droit relative à l'instance en y apportant un point de vue, une connaissance ou un éclairage particulier distincts de ceux présentés par les parties au différend ;

(b) la soumission de la partie non contestante porte sur une question qui s'inscrit dans le cadre du différend ;

(c) la partie non contestante porte à l'instance un intérêt significatif. »[1282]

Le Tribunal veille également à ce que la soumission ne perturbe pas la procédure, voire ne préjudicie injustement à l'une ou l'autre des parties[1283], ce qui peut appuyer l'exclusion des interventions de la part de communautés victimes des agissements des investisseurs, susceptibles d'être jugées trop investies et dont les propos pourraient être trop préjudiciables à une des parties au litige.

[1280] CIRDI, *affaire Biwater Gauff Limited v. United Republic of Tanzania*, affaire n° ARB/05/22, décisions sur la compétence du 2 février 2007
[1281] Chapitre IV, Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements (CIRDI), Règlement d'arbitrage selon la Convention CIRDI, op. cit note 1265
[1282] Article 37 (2), *Ibid.*
[1283] *Ibid.*

Le gisement de nouvelles contraintes, juridiquement sources d'obligations supposant des sanctions même relativement effectives et accessibles, concrétise le risque de responsabilité suffisamment dissuasif dans certains cas. Toutefois, la recherche de responsabilité des investisseurs pour des impacts négatifs de leurs décisions d'investissement reste limitée.

Paragraphe 2. La difficile reconnaissance de la responsabilité des investisseurs pour les préjudices environnementaux et sociaux

La recherche de responsabilité d'un acteur financier est plus compliquée que celle d'un acteur économique responsable directement pour ses actes potentiellement préjudiciables et passibles d'éventuelles peines.

Quant aux investisseurs, des complexités supplémentaires se présentent, dans l'accessibilité du recours pour les victimes et la société civile, dans la complexité des instruments financiers et dans l'incertitude du fondement juridique recherché. Il semble évident que les victimes de dommages sociaux, sociétaux et environnementaux aient le droit de demander réparation du préjudice subi en se retournant contre ceux qui en sont responsables, directement et financièrement. Néanmoins, les investisseurs semblent particulièrement éloignés des victimes des préjudices en matière de durabilité, non seulement en termes géographiques[1284] mais également par rapport aux liens de causalité, ces derniers se situant à l'extrême opposé de la chaîne de valeur. Toutefois, ils conditionnent par leurs financements les directions stratégiques globales, ainsi que l'appétit pour le profit au détriment des valeurs extra-financières.

Quant aux préjudices spécifiques environnementaux et sociaux, la recherche effective de responsabilité des investisseurs semble difficile à mettre en œuvre et dépend fortement de différents instruments et approches d'investissement.

Les différentes classes d'actifs ou instruments financiers, notamment les actions ou les obligations, accordent différents droits et obligations à leurs détenteurs, conditionnant les voies de recours disponibles. En ce qui concerne l'investissement en actions, ces titres de propriété confèrent un droit de contrôle et dès lors créent une source de responsabilité. A contrario, en ce qui concerne l'investissement en obligations, ces instruments confèrent un titre de créance et non de propriété. Toutefois, les créanciers peuvent être poursuivis

[1284] Le lieu de préjudice environnemental ou social est très probablement physiquement éloigné de l'investisseur final. Il peut avoir eu lieu sur le même territoire de compétence juridique de for et de forum que l'investisseur. Mais il est probable que le préjudice ait eu lieu sur un ou plusieurs territoires différents du lieu du siège de la société de gestion de portefeuille.

pour le préjudice causé par les projets qu'ils financent. Notamment, il est nécessaire d'établir que le préjudice aux facteurs de durabilité ait eu lieu uniquement en raison du concours financier ayant permis l'activité polluante ou dangereuse en question[1285]. Malgré l'absence de lien de contrôle direct issu d'un titre de propriété entre le créancier et l'activité économique, les banques et les établissements financiers peuvent se voir imputer une obligation de réparation du préjudice social et environnemental en raison de leurs financements[1286]. Le lien de causalité étant assez indirect, la preuve du lien de contrôle effectif entre le prêt accordé, les conditions d'application du crédit et le préjudice causé peut paraître compliqué à constituer[1287]. Toutefois, considérant que les émissions de crédits et d'obligations sont souvent constituées de gré à gré, le chemin entre l'institution finançant le projet et les conséquences de l'activité financée ne semble pas difficile à tracer.

La banque BNP Paribas est la première institution financière inculpée pour le préjudice causé par les projets qu'elle a financés. En effet, la banque a été poursuivie par trois organisations non gouvernementales, dont Amis de la Terre, Oxfam France et Notre affaire à tous, en février 2023, pour le manquement à son obligation de vigilance environnementale et le préjudice climatique causé par les financements de nouveaux projets pétroliers[1288]. Dans l'attente d'une décision judiciaire, la société assignée a déjà procédé à plusieurs révisions de stratégies et de politiques, et s'est notamment engagée à ne plus investir dans de nouvelles obligations et projets pétroliers et gaziers[1289].

Toutefois, la constitution du lien de contrôle effectif peut nécessiter un positionnement significatif, majoritaire voire exclusif de l'investisseur dans le projet ou dans le capital. En effet, qu'il s'agisse de titres d'actions ou d'obligations, les enjeux de responsabilité juridique diffèrent quant aux investissements minoritaires sur les

[1285] V. Mercier, « Finance durable », *op. cit.* note 80
[1286] *Ibid.*
[1287] *Ibid.*
[1288] Assignation devant le Tribunal judiciaire de Paris, *Affaire Notre Affaire à Tous Les Amis de la Terre, et Oxfam France c. BNP* Paribas, 13 juin 2023
« Notre Affaire à Tous Les Amis de la Terre, and Oxfam France v. BNP Paribas », Climate Change Litigation, 2023, https://climatecasechart.com/non-us-case/notre-affaire-a-tous-les-amis-de-la-terre-and-oxfam-france-v-bnp-paribas/
[1289] Les Amis de la Terre, Notre Affaire à Tous, Oxfam France, « Victoire d'étape pour L'Affaire BNP, mais la vigilance demeure », L'affaire BNP Paribas, 17 décembre 2024, https://affaire-bnp.fr

marchés réglementés[1290] ou majoritaires privés[1291], impactant considérablement la part de contrôle détenue par les investisseurs.

L'investissement sur les marchés ne confère qu'une position minoritaire au sein du capital, ou du projet financé ou d'une obligation. Les parts investies sont détenues par un nombre indéfini d'entreprises et d'acteurs d'investissement à travers différents produits financiers. En ce sens, le contrôle que peut avoir un investisseur sur les activités spécifiques et les décisions stratégiques n'est pas effectif, distançant ce dernier de toute responsabilité quant à un éventuel préjudice. En effet, la démarche principale des actionnaires minoritaires au moment de la survenance d'une controverse grave, y compris relative à la violation des droits de l'Homme ou à un dommage environnemental, est de désinvestir[1292] afin de diminuer leurs pertes et de se distancer du potentiel risque juridique.

Néanmoins, les actionnaires même minoritaires peuvent avoir, voire ont, un degré d'influence important quant aux engagements ESG des entreprises à travers le dialogue qu'ils peuvent entretenir avec les instances de gouvernance et de gestion ainsi qu'à travers le vote aux assemblées. Ils peuvent exiger formellement ou non l'amélioration de la transparence, l'adoption d'engagements climatiques et le respect des droits de l'Homme, l'intégration de paramètres extra-financiers dans le modèle d'affaires ou les stratégies spécifiques, dans les études de faisabilité voire dans les diagnostics de risque ou de profitabilité des décisions. L'implication des actionnaires dans la gestion des questions environnementales et des droits de l'Homme ainsi que l'activisme des actionnaires de manière générale augmentent graduellement. Ils peuvent utiliser leur influence de différentes manières y compris la pression financière de céder tout ou partie de leurs

[1290] Comme dans le cas de l'investissement en actions cotées en bourse ou en obligations sur les marchés primaires et secondaires

[1291] Comme dans le cas de capital investissement (en anglais Private equity) ou de capital risque (en anglais Venture Capital) quant aux investissements en actions par exemple, ou des émissions de crédit par les banques ou des investissements de dette privée.

[1292] C'est, notamment, le désinvestissement massif des actionnaires minoritaires qui fait plonger le cours de bourse des entreprises à la survenance de controverses ESG. En effet, les investisseurs souhaitant diminuer leurs pertes sortent le plus rapidement du capital en vendant rapidement leurs parts, parfois à la baisse, diminuant dès lors la valeur des actions et par la suite de la capitalisation.

positions diminuant potentiellement la valeur du capital[1293].

Toutefois, en dehors d'une petite minorité d'actionnaires activistes qui entrent dans le capital afin d'effectivement conditionner des changements structuraux, la majorité des actionnaires en bourse ne soutiennent pas les ambitions et les projets durables par crainte que ces derniers ne diminuent la profitabilité de l'entreprise. De moins en moins de résolutions environnementales et/ou sociales sont proposées en assemblées générales[1294], et les actionnaires s'opposent régulièrement à l'adoption de celles proposées[1295]. De même, la majorité des investisseurs ne comptent aucunement répondre de leur implication dans le comportement illicite ou préjudiciable en cas de controverse ou de violation des droits de l'Homme[1296]. Ainsi, certains investisseurs se servent de la nature de l'actionnariat côté pour justifier à la fois leur inaction et l'absence de contrôle les empêchant d'agir et de prévenir les préjudices.

Une possible source de responsabilité pour l'investisseur pourrait venir de la notion de l'investissement à impact[1297]. En raison des engagements pris publiquement et du processus de diligence mis en place, notamment des analyses et des recherches afin d'accomplir lesdits objectifs, l'acteur lie ses décisions d'investissement à leurs conséquences, qu'elles soient positives ou négatives. En suivant les étapes progressives entre la décision initiale d'investissement en actions ou obligations et les impacts finaux environnementaux ou sociaux, il est possible de discerner les incidences sur les facteurs de durabilité, et dès lors d'établir un lien de causalité et de contrôle[1298]. Les investisseurs reportent par ailleurs les impacts de leurs portefeuilles à travers les obligations de transparence ou les rapports volontaires à des fins commerciales, en s'appropriant les

[1293] E. Birchall, S. Deva, J. Nolan, The impact of strategic human rights litigation on corporate behaviour, The Australian Human Rights Institute, B&HR Access to Justice Lab Macquarie University, novembre 2023, https://www.humanrights.unsw.edu.au/research/impact-strategic-human-rights-litigation-corporate-behaviour

[1294] R. Kerber, « Shareholder activists dial back on resolutions », Reuters, 3 avril 2025, https://www.reuters.com/sustainability/boards-policy-regulation/shareholder-activists-dial-back-resolutions-2025-04-03/

[1295] A. Dumas, « Assemblées générales 2023, un bilan contrasté pour le climat », Novethic, 23 juin 2023, https://www.novethic.fr/finance-durable/engagement-actionnarial/assemblees-generales-2023-un-bilan-contraste-pour-le-climat

[1296] Une exception phare a été la position de l'investisseur Natixis lors de la controverse Orpea.
Voir *supra,* B. Le risque ESG : une valorisation peu prévisible, du Paragraphe 1, de la Section 2, du Chapitre II, de la Partie I

[1297] M. Roussille, « Nouvelle ambition de la Place de Paris : la finance à impact », Bulletin Joly Bourse, novembre 2021, vol. novembre-décembre 2021, n°06, pp. 9-11

[1298] *Ibid.*

conséquences, dans la proportion investie[1299]. Selon la définition de l'investissement à impact, largement acceptée par les acteurs du marché[1300], l'investisseur doit articuler ses impacts positifs en justifiant la mesurabilité, l'additionnalité et l'intentionnalité de ces derniers, afin d'éviter l'« *impact washing* ». En ce sens, l'investisseur souhaitant bénéficier du poids réputationnel et commercial de la finance à impact, doit nécessairement démontrer que ses approches d'engagement et de dialogue, de sélection et d'apport de conseils ainsi que son financement ont mené tangiblement vers l'accomplissement desdits objectifs et desdites performances. L'argument peut être fait pour rattacher les impacts négatifs de même façon à l'investisseur, augmentant son risque de responsabilité. En ce sens, « [par] la causalité qu'elle revendique, la finance à impact pourrait ainsi redessiner de nouvelles lignes de responsabilité dans la finance de marché et nourrir de nouvelles revendications des investisseurs. »[1301]

Ainsi, en plus de son utilité réparatrice, le risque juridique peut aussi servir de prévention, en tant que moyen de pression responsabilisant les investisseurs en amont, parmi d'autres conséquences. Les acteurs financiers commencent à quantifier et à qualifier le risque de responsabilité de leurs décisions d'investissement et à intégrer ces paramètres nouvellement tangibles dans leurs processus d'analyse et diligence raisonnable.

[1299] Les performances financières et extra-financières sont exprimées de manière pondérée par rapport à la participation effective du portefeuille dans le capital de l'entreprise. Les acteurs donc publient donc la part des résultats de l'entreprise qui peut leur être attribuée en raison et dans la limite de leur investissement.
[1300] Finance for Tomorrow, Définition de la finance à impact, septembre 2021
[1301] M. Roussille, « Nouvelle ambition de la Place de Paris : la finance à impact », *op. cit.* note 1297, pp. 9-11

Paragraphe 3. Le risque de responsabilité : une utilité multiple

Les personnes et les communautés lésées empruntent davantage la voie juridique contre les entreprises afin de réparer les dommages causés par les violations des droits de l'Homme et les préjudices environnementaux. Les voies de recours effectif ainsi que la quantité de litiges lancés se multiplient, concrétisant le risque de responsabilité pour les acteurs économiques et financiers (A.) et les pressions et les conséquences multidimensionnelles auxquelles ils s'exposent (B.).

A. La recrudescence des contentieux concrétisant le risque de responsabilité

La multiplication de contentieux en matière de finance durable concrétise le risque de responsabilité pour les entreprises et les investisseurs et engendre de multiples conséquences. Tel que précédemment vu, depuis quelques années, les acteurs économiques et financiers rencontrent un accroissement de veilles stratégiques, de contrôles de conformité, d'engagements volontaires et d'obligations contraignantes. Les attentes de plus en plus ambitieuses des principales parties prenantes, notamment des investisseurs, des cocontractants, des clients ou consommateurs, des régulateurs et des législateurs en matière de finance durable et de durabilité des entreprises, contribuent également à la prolifération des diverses voies de recours climatiques et de droits de l'Homme[1302].

Récemment, ce sont les litiges concernant le devoir de vigilance qui se multiplient. Cela démontre, d'une part, un aiguisement des exigences concernant les engagements extra-financiers des entreprises, et d'une autre part, une évolution jurisprudentielle importante en faveur de la responsabilisation des entreprises[1303]. En effet, le 18 juin 2024, la Cour d'appel de Paris juge recevables trois actions menées contre les sociétés

[1302] A. Langford, « Sharp rise in number of climate lawsuits against companies, report says », *op. cit.* note 1224
[1303] Rhattat R., Docq S., « Les sociétés à mission : une approche par les risques », *op. cit.* note 123

TotalÉnergies, EDF et Vigie Group sur le fondement du devoir de vigilance[1304]. Plus précisément, concernant TotalEnergies, la Cour d'appel juge recevable l'action menée par plusieurs associations et communautés contre l'entreprise, et rejette la demande de celle-ci d'annuler l'ordonnance du tribunal judiciaire de Paris du 6 juillet 2023[1305] et « infirme l'ordonnance en ce qu'elle a déclaré l'action irrecevable à l'égard de l'ensemble des demandeurs ». Ainsi, la Cour d'appel juge recevable l'action contre l'entreprise demandant d'ordonner « à TotalEnergies de suspendre, […] , les projets d'exploration et d'exploitation de nouveaux gisements d'hydrocarbures n'ayant pas fait l'objet d'une décision finale d'investissement », et subsidiairement, d'ordonner « à TotalEnergies de mettre impérativement en œuvre les mesures conservatoires nécessaires pour réduire ses émissions de GES directes ou indirectes (scopes 1, 2 et 3) afin de s'aligner sur la trajectoire 1,5°C sans dépassement ou avec un dépassement limité, conformément au rapport UN-HLEG »[1306]. Ne statuant pas sur le fond, cette jurisprudence pourrait tout de même avoir des effets positifs, après une période d'insécurité juridique en matière de devoir de vigilance. Cela pourrait mener à une interprétation stricte et réaffirmée du devoir de vigilance non seulement en tant qu'une obligation de veiller et prévenir les incidences négatives potentielles mais véritablement en tant qu'une obligation de faire cesser le dommage identifié.

Cela pourrait également mener à une responsabilité judiciaire plus large concernant les engagements en matière environnementale et sociale, potentiellement, permettant d'engager la responsabilité civile en cas de non-atteinte des objectifs fixés notamment pour les sociétés à mission[1307].

Depuis 2015, particulièrement depuis 2020, le nombre de poursuites liées au climat contre des entreprises et des associations professionnelles augmente[1308]. La majorité des recours en matière climatique et des droits fondamentaux implique la responsabilité des

[1304] Cour d'appel de Paris, Pôle 5 - Chambre 12, arrêt du 18 juin 2024, n° 23/14348 ;
Cour d'appel de Paris Pôle 5- Chambre 12, arrêt du 18 juin 2024, n° 21/22319 ;
Cour d'appel de Paris, Pôle 5- Chambre 12, arrêt du 18 juin 2024, n° 23/10583.
[1305] Tribunal Judiciaire de Paris, Ordonnance du 6 juillet 2023, RG n° 22/03403
[1306] Cour d'appel de Paris, Pôle 5 - Chambre 12, arrêt du 18 juin 2024, n° 23/14348.
[1307] Rhattat R., Docq S., « Les sociétés à mission : une approche par les risques », *op. cit.* note 123
[1308] Columbia Law school, « Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot », Grantham Research Institute on climate change and the environment, juin 2024, https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/publication/global-trends-in-climate-change-litigation-2024-snapshot/

États en raison du droit primaire, toutefois un gisement de litiges poursuivant les entreprises et les investisseurs se développe sur de multiples scènes nationales[1309]. Les efforts semblent consolidés et concentrés sur les contentieux stratégiques et les domaines à fort impact, tel que le démontrent des affaires très médiatisées à l'instar des multiples poursuites contre l'entreprise pétrolière néerlandaise Shell par l'association Milieudefensie[1310].

Plusieurs affaires ont été également lancées sur le fondement du principe « fermeture des robinets » remettant en cause les flux financiers orientés vers des secteurs et des entreprises nuisant à l'environnement et à l'atteinte des objectifs climatiques[1311].

Les litiges restent principalement lancés devant les cours nationales, toutefois, malgré leur faible nombre, les affaires portées devant les juges internationaux peuvent avoir une portée significative, à la fois juridique et à la fois symbolique pour les procédures devant diverses juridictions[1312]. Le rapport du Programme des Nations Unies pour l'environnement (PNUE) et du centre de recherche de l'Université Columbia souligne notamment l'importance que les litiges environnementaux peuvent avoir dans l'impulsion de l'action climatique dans le monde[1313].

[1309] A. Langford, « Sharp rise in number of climate lawsuits against companies, report says », *op. cit.* note 1224
[1310] Tribunal de la Haye, *Milieudefensie et al. v. Royal Dutch Shell plc*, arrêt du 26 mai 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5339
[1311] A. Langford, « Sharp rise in number of climate lawsuits against companies, report says », *op. cit.* note 1224
[1312] L'affaire KlimaSeniorinnen et autres. contre Suisse devant la CEDH pourrait avoir une telle importance.
En effet, la reconnaissance de l'obligation positive d'un État à adopter des mesures d'atténuation au changement climatique pour protéger la vie et la santé de ses citoyens représente un pas significatif pour la jurisprudence non seulement devant la Cour européenne et les cours nationales des États membres du Conseil, mais potentiellement même pour la justice environnementale et climatique mondiale.
CEDH, Grande Chambre *affaire Verein KlimaSeniorinnen Schweiz et autres c. Suisse*, requête n° 53600/20, *op. cit.* note 43
[1313] M. Burger, M. Tigre, « Global Climate Litigation Report: 2023 Status Review », Sabin Center for Climate Change Law, 1 juillet 2023, https://scholarship.law.columbia.edu/sabin_climate_change/202

B. Le contentieux : l'outil stratégique de responsabilisation des acteurs économiques et financiers

Les litiges impliquant les entreprises en matière de droits humains constituent un outil stratégique pour les victimes, les organisations de la société civile (OSC) et les défenseurs des droits humains, non seulement pour demander l'interruption et la réparation du préjudice, mais également pour changer le comportement et la culture des entreprises et les responsabiliser pour prévenir de futures violations des droits humains[1314]. En plus des obligations juridiques en relevant, les litiges climatiques et en matière de droits fondamentaux peuvent mener à une véritable sensibilisation des parties prenantes, qui nécessiteront par la suite un changement effectif de comportement de la part des entreprises[1315].

La recrudescence de contentieux en matière de droits de l'Homme peut avoir des impacts négatifs sur le comportement des entreprises. Elle peut perturber les relations entre les entreprises et les communautés locales concernées, effacer les progrès en matière de transparence voire créer des tendances inverses et conduire à des jurisprudences ou des réformes régressives[1316].

Toutefois, ce type de contentieux se démontre particulièrement significatif et efficace, entraînant des conséquences positives additionnelles multilatérales, telles que l'information de la société par le plaidoyer des parties demanderesses et l'engagement médiatique[1317], la mobilisation des investisseurs[1318] et l'élaboration de lois et de réformes

[1314] E. Birchall, S. Deva, J. Nolan, The impact of strategic human rights litigation on corporate behaviour, *op. cit.* note 1293
[1315] Comme le démontrent, dans une certaine mesure les affaires impliquant et condamnant la compagnie pétrolière néerlandaise Shell, la compagnie aérienne néerlandaise KLM et la compagnie pétrolière australienne Santos.
A. Langford, « Sharp rise in number of climate lawsuits against companies, report says », *op. cit.* note 1224
[1316] E. Birchall, S. Deva, J. Nolan, The impact of strategic human rights litigation on corporate behaviour, *op. cit.* note 1293
[1317] Les controverses occasionnées par les litiges en matière de droits de l'Homme sensibilisent les parties prenantes, la société et spécifiquement les consommateurs aux problématiques souvent cachées. Cela peut avoir un effet très significatif sur l'entreprise et sa réussite commerciale. En particulier, l'action des consommateurs peut être utilisée en tant que mécanisme de pression, notamment par les boycotts individuels ou collectifs.
D.W. Russell, C.A. Russell, H. Honea, « Corporate Social Responsibility Failures: How do Consumers Respond to Corporate Violations of Implied Social Contracts? », *op. cit.* note 132
[1318] Les investisseurs peuvent, comme précédemment vu, agir de diverses manières pour responsabiliser les entreprises investies. Par exemple, au moyen d'approches de dialogue et de vote aux assemblées générales, ainsi que d'une éventuelle pression de désinvestissement.
Voir *infra,* Paragraphe 2. La difficile reconnaissance de la responsabilité des investisseurs pour les préjudices environnementaux et sociaux, de la Section 3, du Chapitre II, de la Partie II

normatives nationales, régionales ou internationales favorisant la responsabilité des entreprises[1319]. Les affaires très médiatisées, à l'instar de celle impliquant l'entreprise française Lafarge dans le financement des groupes terroristes en Syrie, ont mené vers le développement par le Parlement européen de la Directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité.

Malgré les manœuvres légales, financières et géographiques utilisées par certaines entreprises multinationales pour s'éloigner des structures impliquées dans les violations des droits de l'Homme et des dommages environnementaux, il devient progressivement de moins en moins facile de réellement se dissocier. Ainsi, les entreprises sont obligées de veiller sur leur chaîne de valeur en vertu d'obligations juridiques telles que le devoir de vigilance, mais également en raison de la pression accrue que subissent leur image de marque et leur réputation de la part des parties prenantes et des consommateurs[1320]. L'existence d'un lien avec le fournisseur ou la société fille ayant des antécédents avérés de violations des droits fondamentaux, ainsi que toute relation continue avec ces entités controversées, expose l'entreprise à de considérables risques juridiques et financiers[1321].

Un litige ou même la menace d'un litige attire l'attention sur des préoccupations sociales ou environnementales. Face à cela, l'entreprise peut adopter différentes postures en résistant voire continuant le préjudice ou en engageant des changements significatifs au niveau de sa culture et de son comportement. Les entreprises peuvent revoir leurs politiques et leurs processus de diligence en matière de droits de l'Homme et de préoccupations environnementales, adopter de nouvelles mesures dès la mise en demeure[1322].

Ainsi, le changement de culture ne peut pas toujours être directement attribué aux poursuites juridiques, mais il semble y avoir une corrélation entre la menace d'un

[1319] E. Birchall, S. Deva, J. Nolan, The impact of strategic human rights litigation on corporate behaviour, *op. cit.* note 1293
[1320] A. Wiese, W. Toporowski, « CSR failures in food supply chains - an agency perspective », British Food Journal, Emerald Group Publishing Ltd, 2013, vol. 115(1), pp. 92-107
E. Birchall, S. Deva, J. Nolan, The impact of strategic human rights litigation on corporate behaviour, *op. cit.* note 1293
[1321] *Ibid.*
[1322] J. Schrempf-Stirling, F. Wettstein, « Beyond Guilty Verdicts: Human Rights Litigation and its Impact on Corporations' Human Rights Policies », Journal of Business Ethics, Springer, 2017, vol. 145, nº 3, pp. 545-562

litige imminent et la réactivité de l'entreprise à améliorer ses politiques[1323]. Cependant, le changement de politique ne mène pas nécessairement à un changement réel de pratiques. Ce dernier peut être également très difficile à mesurer. Traduire des engagements textuels par la pratique constituerait une étape importante pour l'entreprise juridiquement et pour sa réputation. Ainsi, cela démontrerait une vraie efficacité multilatérale du risque de responsabilité.

Des changements plus généralisés au sein de secteurs d'activité entiers peuvent également être observés, notamment avec le développement de mécanismes spécifiques, tels que les codes de conduite ou des audits externes des fournisseurs. Dans un secteur particulier, par exemple, l'industrie extractive, à la suite de litiges stratégiques, le curseur a été placé sur les préoccupations sociales et environnementales liées à l'approvisionnement de minerais critiques et de conflits[1324]. Les entreprises faisant l'objet de poursuites ainsi que d'autres ont commencé à publier et à revoir leurs engagements en matière de traçabilité des métaux en question et à mettre en place des mécanismes de veille de leur chaîne d'approvisionnement et de leurs fournisseurs stratégiques[1325].

L'objectif primaire du droit secondaire en matière de droits humains et de la responsabilité des entreprises est, à la fois, d'offrir un accès efficace et effectif au recours, et également d'assurer cette accès à une gamme de recours adaptée aux circonstances variées des préjudices personnels et/ou collectifs subis en matière sociale et environnementale[1326]. Ainsi, selon le préjudice subi, le recours le plus adapté serait celui le plus susceptible d'octroyer une réparation juste et entière de la situation causée[1327]. En cela, il n'est pas uniquement nécessaire de garantir l'accès pour les

[1323] Les poursuites des entreprises Exxonobil et Chevron, en est un exemple. Assignées en justice pour leur implication dans les violations des droits de l'Homme en Indonésie et au Nigeria, les deux entreprises pétrolières ont mis en place des politiques RSE pendant ou peu après les procédures juridiques respectives.
Ibid.
[1324] United States District of Columbia Circuit, John Doe 1 et al v Apple et al, n° 21-7135, arrêt du 5 mars 2024
[1325] E. Birchall, S. Deva, J. Nolan, The impact of strategic human rights litigation on corporate behaviour, *op. cit.* note 1293
[1326] §38, United Nations General Assembly, Report of the Working Group on the Issue of Human Rights and Transnational Corporations and Other Business Enterprises, A/72/162, 18 juillet 2017
[1327] §39, *Ibid.*

victimes à un recours, mais à tout recours adapté pour offrir « des excuses, une restitution, une réhabilitation, une compensation financière ou non financière et des sanctions punitives (pénales ou administratives […]), ainsi que la prévention des préjudices par le biais, par exemple, d'injonctions ou de garanties de non-répétition » [1328].

Un exemple en est l'affaire lancée par quatre agriculteurs nigérians et l'association environnementale néerlandaise *Milieudefensie* (Amis de la Terre) contre Shell et sa filiale au Nigeria, concernant la pollution pétrolière de plusieurs villages du delta du Niger. Pour la première fois, une multinationale a été condamnée pour les agissements de ses filiales étrangères par un tribunal néerlandais. Ainsi, une somme de 15 millions d'euros a été accordée afin d'indemniser les communautés touchées. De plus, le tribunal a également ordonné à l'entreprise d'installer un système d'alerte aux fuites de pétrole afin de prévenir tout dommage futur[1329].

Ainsi, les recours jouent un rôle essentiel pour responsabiliser les acteurs économiques et financiers, pour cesser et réparer les dommages environnementaux et sociaux, mais également pour prévenir de futurs abus, censés dissuader non seulement l'acteur poursuivi, mais aussi d'autres acteurs de commettre des abus similaires.

[1328] §40, *Ibid.*, traduction non officielle
[1329] Tribunal de la Haye, *Milieudefensie et al. v. Royal Dutch Shell plc*, *op.cit*. note 1310

Conclusion

Si la finance responsable réussit à devenir une solution adaptée pour responsabiliser les acteurs des marchés financiers, sa conception et son évolution n'ont pas été faciles au sein d'un système hostile à toute remise en question.

La finance responsable vise à revoir et à limiter les dérives d'un système dont l'objectif primaire est la maximisation du profit et l'accumulation du capital, ce qui semble fondamentalement opposé aux principes d'investissement responsable, éthique et soucieux du développement durable. Si seule la rentabilité détermine la valeur intrinsèque d'un actif, tous les autres facteurs et conséquences, à l'instar des dommages environnementaux ou des atteintes aux droits fondamentaux, sont secondaires voire entièrement impertinents.

Un paradoxe profond persiste toutefois. Si la recherche du profit et de la croissance est infinie et constante, le capital naturel et les capacités écosystémiques maintenant la vie sur terre, sont fondamentalement limités[1330]. Les pressions exercées sur les ressources naturelles et l'écosystème impactent le fonctionnement régulier de la société et la capacité du système financier à générer du profit. En ce sens, les facteurs vraisemblablement non financiers, détiennent des informations financièrement cruciales.

La Finance semble en revanche, tel un *perpetuum mobile*, rester en constante motion, perpétuellement sur son axe, sans que rien ne puisse ou ne semble pouvoir changer fondamentalement son fonctionnement.

[1330] D. Cohen, Le Monde est clos et le désir infini, *op. cit.* note 193

La conception de la finance responsable détermine le niveau d'ambition et d'exigence de la responsabilisation des acteurs financiers et économiques.

Si les notions de finance durable et de finance responsable sont cantonnées à la forme faible, elles persisteront dans l'épuisement des ressources tout autant que les approches financières et économiques traditionnelles[1331]. Si elles adoptent uniquement la vision de la matérialité simple, elles continueront à sous-valoriser les enjeux sociaux et sociétaux, permettant les démarches constitutives des atteintes aux droits fondamentaux. En ce sens, malgré une apparente prise en compte des enjeux non financiers, leur valeur réelle serait réduite à leurs impacts directs ou indirects sur la valeur financière de l'actif, indépendamment de leur impact sur les considérations éthiques et les facteurs écologiques.

Les normes de la finance responsable et durable consacrent la conception choisie, intègrent de façon tangible et contraignante des facteurs non financiers dans les modèles d'affaires et les activités des acteurs financiers et économiques, constituant la première étape vers un changement de leur comportement et une réelle responsabilisation. Elles articulent les conceptions morales, éthiques, politiques, scientifiques et économiques de la durabilité en droits et obligations concrètes.

Le choix des mécanismes et le périmètre de leur application déterminent le résultat atteignable. Notamment, si la régulation prévoit qu'une approche de prise en compte et de gestion de risques extra-financiers à travers des indicateurs de performance à long terme, le meilleur résultat atteignable serait une éventuelle prévention d'impacts négatifs sur la valeur financière. En ce sens, la régulation de la finance responsable traiterait les facteurs extra-financiers comme un quelconque facteur de risque ou de performance financier, leur intégration ne pouvant avoir qu'une conséquence de maintien du statu quo.

Ainsi, la régulation peut aller plus loin en sanctionnant directement le comportement risqué, visant à prévenir des impacts négatifs sur les facteurs de durabilité.

[1331] H.E. Daly, Steady-State Economics, Second Edition with New Essays, *op. cit.* note 82
H.E. Daly, « On Wilfred Beckerman's Critique of Sustainable Development », *op. cit.* note 83, pp. 49-70

Elle peut agir par les mécanismes juridiques traditionnels mais elle peut également, par une transparence accrue, provoquer des changements multilatéraux de la part des parties prenantes. En apportant une attention particulière sur les sujets des violations des droits fondamentaux et des dommages environnementaux, le marché peut lui-même sanctionner les comportements néfastes. Toutefois, cette approche peut s'avérer incomplète ou peu efficace si elle repose uniquement sur la simple quantification du dommage éventuellement causé et l'aléatoire valorisation de ce dernier par les acteurs du marché.

Un dynamisme normatif ambitieux est nécessaire afin de mobiliser effectivement les acteurs divers pour une transition vers un système plus durable et respectueux des droits de l'Homme. Néanmoins, la multiplication excessive des sources normatives, ainsi que l'instabilité et l'imprévisibilité juridique, nuisent à leur lisibilité, leur compréhension et ultimement leur application.

Les postulats de la finance responsable et durable peuvent s'articuler de façon multiple afin de s'adapter le mieux aux différentes stratégies d'investissement, classes d'actifs, horizons de placement et niveaux d'ambition. Ils ne se traduisent pas en équation universelle mais en une multitude d'approches d'investissement intégrant les facteurs de durabilité selon la matérialité simple ou double, variant en degrés de contrainte et de périmètre d'application. Cette flexibilité dans l'articulation des principes de la finance responsable permet une plus grande applicabilité que les approches strictes, inadaptées à couvrir la diversité de stratégies et d'approches d'investissement et de modèles économiques.

Ainsi, la contrainte menant à la responsabilisation des acteurs financiers et économiques ne réside pas uniquement dans le choix de la stratégie, mais également dans son énoncé, dans les documents portant l'engagement unilatéral et son suivi nécessitant des mécanismes de contrôle, d'audit et de signalement aux organismes de régulation[1332].

[1332] Autorité des marchés financiers (AMF), Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières, Position - Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 27 juillet 2020, *op. cit.* note 562

Toutefois, l'approche conciliante visant une mobilisation générale et peu contestée risque une application profondément superficielle et inefficace. Si certains acteurs financiers semblent accueillir ces nouvelles notions extra-financières, cela existe dans la mesure de la préservation du *statu quo*, toujours fidèle à la croissance et à la maximisation du profit, sans changement de fonctionnements ou de pratiques.

La finance responsable semble donc vouée à un sort défavorable, soit fondamentalement neutralisée, réduite à un produit relativement rentable servant à conquérir de nouveaux marchés, soit ayant son application déformée, diminuant la contrainte.

Les entreprises et les investisseurs estiment qu'ils jouent simplement le jeu, si les règles de ce jeu semblent injustes, aussi triste que cela peut paraître, cela ne relève ni de leur ressort ni de leur responsabilité. Toutefois, des règles justes et équitables existent mais leur application est perpétuellement ignorée, instrumentalisée et déformée par la poursuite éternelle du profit.

La finance responsable et la finance durable visent à réformer le système financier actuel en contribuant aux solutions à des problèmes tels que le changement climatique, l'érosion de la biodiversité, les inégalités sociales et économiques, la précarisation de la condition humaine, les violations des droits de l'Homme. Par leur essence même, elles tendent à assurer une stabilité économique, une prospérité inclusive sur le long terme et un fonctionnement systémique optimal pour les conditions de vie actuelles et futures.

Malgré de profondes difficultés de conception et d'application et d'obstacles structurels, les finances responsable et durable s'ancrent progressivement dans les pratiques de marché et de conduite d'affaires. S'inscrivant dans les cadres normatifs nationaux, régionaux et internationaux, elles empruntent des formes juridiques innovantes, d'une obligatoriété parfois hybride, et mobilisent une application et une veille multilatérales.

Le principe de « *comply or explain* » appliqué par le règlement SFDR et la directive CSRD encadre ces pratiques tout en préservant une certaine flexibilité pertinente pour les acteurs privés. Le principe est d'assurer une meilleure application de la norme initiale, à condition d'un contrôle effectif de son application fidèle à l'« esprit » de la régulation.

Impulsé par le nombre croissant de normes en matière de finances durable et responsable, le secteur financier semble avoir intensifié son implication et multiplié les initiatives. Les normes sur la transparence ont joué un rôle majeur dans cette nouvelle impulsion vers une finance responsable et durable et la mobilisation des parties prenantes et acteurs connexes.

Leur objectif primaire restant la transparence en matière de durabilité, ces normes ont réussi à pousser indirectement les acteurs à prendre en compte des facteurs longuement marginalisés, évaluer leur réelle matérialité financière et d'impact puis à instaurer des processus de mise en conformité. Par crainte pour leur réputation ou éventuelle responsabilité juridique ou par envie de saisir des opportunités offertes par les nouveaux marchés, de multiples acteurs démontrent des progrès significatifs.

La transparence obligatoire et standardisée, tout en gardant une certaine flexibilité, contribue à harmoniser les pratiques de divulgation et à rendre les informations transmises plus crédibles et utiles[1333]. Indirectement, ces normes de transparence contribuent à contraindre le comportement respectif des acteurs financiers et économiques et à réduire les impacts négatifs sur les facteurs de durabilité. La transparence constitue une des premières étapes normatives, ouvrant la voie à de vrais changements[1334], permettant de diagnostiquer les risques et de percevoir les impacts négatifs. La transparence, à elle seule, ne saurait suffire à contraindre les acteurs à transformer entièrement leurs modes de fonctionnement et systèmes de valeur. Toutefois, un certain de degré et de granularité de

[1333] C. Williams, J. Fisch, Petition to SEC for Rulemaking on Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure, *op. cit.* note 867
[1334] D. De la Garanderie et al., Comply or explain : Guide pratique de mise en œuvre, *op. cit.* note 780

transparence exigé, couplé d'un cadre ambitieux visant la réorientation des capitaux, comme cela est le cas pour les règlements SFDR et Taxonomie, peuvent effectivement impulser une transformation de marché.

Une application fidèle de ces cadres normatifs est nécessaire pour acter les objectifs de la transition. Ainsi, la participation effective de toutes les parties prenantes est également requise, à la fois pour éviter le « triangle de l'inaction »[1335], et la paralysie collective freinant la mobilisation en matière de durabilité[1336], et à la fois pour assurer un cercle vertueux d'interdépendance et de pression multilatérale.

La transition du système financier nécessite une mobilisation simultanée de toutes les parties prenantes. En effet, l'expression des préférences des épargnants en matière de durabilité nécessite des gérants financiers de repenser et diversifier leurs offres en tenant compte des enjeux financiers et extra-financiers dans leurs décisions d'investissement[1337]. Les exigences de leur travail de diligence et, par la suite, l'obligation fiduciaire, exigent des actifs non seulement une plus grande transparence mais également de fournir des preuves d'un comportement ou d'une activité durable, responsable ou en transition[1338]. L'homologation de l'obligation de transparence ainsi que l'intégration des facteurs de durabilité dans leur stratégie devient un avantage concurrentiel et commercial, voire un prérequis pour prendre part au marché et répondre aux besoins des parties prenantes.

[1335] B. Guzniczak, « Climat, pollution et inégalités sociales : De l'inaction au changement », *op. cit.* note 924, pp. 26-32
[1336] P.-A. Lloret-Bavai et al., Théorie du donut, économie régénérative, *op. cit.* note 925
[1337] European Securities and Markets Authority (ESMA), Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II, *op. cit.* note 365
[1338] Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *op. cit.* note 30
Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *op. cit.* note 434
Rectificatif au règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *op. cit.* note 436

La recherche de la responsabilisation des acteurs privés par la sanction rencontre un paradoxe fondamental. Elle repose principalement sur la transparence, en partie volontaire, des acteurs. Si la sanction est perçue comme trop stricte, cela peut dissuader ces derniers de divulguer des informations préjudiciables. Si, à l'inverse, la sanction est trop faible, elle n'aura pas un effet suffisamment dissuasif par rapport aux comportements néfastes.

En pratique, plusieurs mécanismes de sanction se développent, exerçant une pression forte sur les acteurs financiers et économiques.

Notamment, les pratiques des entreprises sont suivies par une veille concurrentielle et des parties prenantes montant en compétence, donc progressivement plus minutieuses, contrôlées par des régulateurs de plus en plus exigeants, et sanctionnées par des organes juridictionnels se reconnaissant davantage compétents pour statuer en matière de finance durable.

Si la veille concurrentielle par les parties prenantes peut se montrer insuffisante pour transformer en profondeur les habitudes ancrées dans la logique du marché, elle concrétise le risque de réputation, ayant potentiellement des conséquences financières. Ainsi, les instances d'écoblanchiment et les écarts entre les engagements affichés et les pratiques réelles sont identifiés et dévoilés nuisant à la réputation et à la crédibilité des acteurs financiers et économiques. Le risque de réputation devient tangible et davantage dissuasif avec des conséquences financières désormais susceptibles de remettre en cause les comportements néfastes des acteurs économiques et financiers.

La veille règlementaire se renforce également avec une multiplication des points de contrôle respectifs pour les acteurs financiers et économiques. Le contrôle interne et externe instaure une nouvelle couche dissuasive, traçant la voie vers un risque de responsabilité tangible. Avec le temps, les regards sont plus compétents et qualifiés, adoptant une approche plus stricte et approfondie, veillant aux manquements de conformité de forme et de fond, ainsi que'aux lacunes de processus de diligence de potentiels risques et impacts négatifs.

Les autorités de régulation des marchés financiers multiplient leurs rôles et

intensifient leur surveillance en matière de finance durable, devenant effectivement des gardiens de la fiabilité et de la crédibilité des engagements des acteurs financiers et économiques ainsi que les premiers garants de la bonne application des exigences normatives européennes et nationales. À travers leur rôle de contrôle et de sanction, les organes de régulation des marchés financiers responsabilisent effectivement les acteurs financiers et économiques, craignant le risque de manquement ou de non-conformité menant vers des mesures correctives, de dissuasion et d'accompagnement voire des sanctions administratives.

Ces multiples points de pression préparent le terrain pour le risque de responsabilité juridique lié à la poursuite voire la condamnation du fait de non-conformité avec les normes de la finance responsable ou de l'impact négatif sur les facteurs de durabilité. Malgré la croissance de nouvelles obligations de divers niveaux de contrainte, les normes de la finance durable et responsable ne mettent pas en place un régime spécifique de responsabilité.

Un droit primaire spécifique naît en matière d'ESG à travers de multiples normes, à l'intersection de multiples domaines juridiques. Cependant, le droit secondaire repose sur les voies de recours traditionnelles, principalement devant des juridictions nationales du droit privé.

De multiples mécanismes juridiques sont davantage exploités pour offrir un accès au recours effectif et adapté aux circonstances variées des préjudices personnels et/ou collectifs subis en matière sociale et environnementale, pour réparer de façon juste et entière la situation causée, ainsi que pour faire cesser et prévenir tout futur préjudice[1339].

Jouant un rôle essentiel de dissuasion, le risque de responsabilité s'avère un outil efficace de responsabilisation en matière de finance durable et responsable.

[1339] §38, United Nations General Assembly, Report of the Working Group on the Issue of Human Rights and Transnational Corporations and Other Business Enterprises, *op. cit.* note 1326

Malgré de multiples problématiques conceptuelles et pratiques restantes, les facteurs de durabilité deviennent profondément imbriqués dans toutes les sphères des systèmes économiques et financiers européens et internationaux.

Si conçue correctement et appliquée fidèlement, « [l]a durabilité peut devenir plus que la somme de ses parties en transcendant son sens littéral pour devenir le tremplin synergique de la résilience et de la cohérence éthiques, économiques et environnementales »[1340]. Elle peut servir de cadre narratif, de grille d'analyse et permettre une prise de décisions coordonnées afin de restructurer les fonctionnements sociétaux néfastes et redéfinir les marchés en y imbriquant la performance globale à long terme comme vecteur de succès. Le droit sert ainsi de cadre et de catalyseur de la transition vers un développement juste et durable.

La durabilité comme concept et finalité doit en ce sens nécessairement se désolidariser des mécanismes mêmes qui ont justifié, facilité et perpétué les destructions sociales et environnementales continues. Ignorer les préjudices causés au nom de la transition et pour le compte des futures générations, perpétue sa complicité voire égare la société sur de fausses pistes[1341]. La finance durable et responsable, l'une des éventuelles réponses, devra emprunter des approches intersectionnelles et holistiques profondément introspectives pour réellement défaire les cercles vicieux créés, et lutter à la fois contre le changement climatique et les violations des droits de l'Homme.

[1340] M. Burger et al., « Rethinking Sustainability to Meet the Climate Change Challenge », *op. cit.* note 45, pp. 10342-10357
[1341] C. Sayson et al., « Colonial Sustainability: Tracing the Sustainability Industry's Ecocidal Lineage from the Doctrine of Discovery », Interdisciplinary Journal of Partnership Studies, 20 juin 2024, vol. 1, n° 1, pp. 1-29

Bibliographie

I DICTIONNAIRES, ENCYCLOPÉDIES, RÉPERTOIRES

CORNU G., *Vocabulaire juridique*, Puf, 9e édition, 2011.

II OUVRAGES GENERAUX ET SPECIALISÉS

ALLAND D., Manuel de droit international public, Puf, 4e édition, 2017

ASCENSIO H., *Soft Law: cinquante nuances de gris,* Dictionnaire des idées reçues en droit international, Paris, Pedone, 2017

Attali J. (dir.), Pour une économie positive, Paris, Fayard : La Documentation française, 2013, 251 pages.

BOISSINOT J., *La finance verte, Climat, secteur financier et transition net zéro*, Dunod, 2e éd., 2025, 242 pages.

BOWEN H.R., *Social Responsibilities of the Businessman*, University of Iowa Press, 1953, 298 pages.

BLAZY C., SIBIEUDE T., *Finance à impact, Une finance au service de l'intérêt général et du bien commun ?*, EMS Editions, 2023, 292 pages.

COHEN D., *Homo economicus*, 2013, Le Livre de Poche, 220 pages.

COHEN D., *Le Monde est clos et le désir infini*, 2017, Le Livre de Poche, 224 pages.

COMBACAU J., SUR S., *Droit international public*, LGDJ, 12e édition, 2016

COMPTE-SPONVILLE A., *Le capitalisme est-il moral ?*, Le Livre de Poche, 2004, 256 pages.

DALY H.E., *Steady-State Economics, Second Edition with New Essays*, Island Press, 1991, 318 pages.

FREEMAN E.R., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge, Cambridge University Press, 1984, 292 pages.

GARLAND D., *The welfare state: A Very Short Introduction*, Oxford University Press, 2016,

176 pages.

MOULIN J.-M., NUSSENBAUM M., SCHILLER S., *La finance durable*, LexisNexis, 2024, 942 pages.

POLANYI K., *La Grande Transformation*, Gallimard, Collection Tel (n°362), 1983, 476 pages.

SANDEL M.J., *The Tyranny of Merit, What's become of the common good*, Farrar, Straus and Giroux, 2020, 288 pages.

SEN A., *Repenser l'inégalité*, Points, 2012, 320 pages.

SEN A., *The Idea of Justice*, Penguin, 2010, 496 pages.

SHILLER R.J., *Finance and the Good Society*, Princeton University Press, STU-Student edition, 2012, 304 pages.

SLOBODIAN Q., *Globalists: The End of Empire and the Birth of Neoliberalism*, Harvard University Press, 2018, 400 pages.

USEEM M., *Investor capitalism: how money managers are changing the face of corporate America*, New York : Basic Books, 1996, 364 pages.

III ARTICLES ET CONTRIBUTIONS À DES OUVRAGES COLLECTIFS

AARONSON S.A., HIGHAM I., « "Re-righting Business": John Ruggie and the Struggle to Develop International Human Rights Standards for Transnational Firms », *Human Rights Quarterly*, The Johns Hopkins University Press, 2013, vol. 35, nº 2, pp. 333-364.

ADAMS C.A., « The Ethical, Social and Environmental Reporting-Performance Portrayal Gap », *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 12 janvier 2004, vol. 17, pp. 731-757.

ALAYA M., NICET-CHENAF D., ROUGIER E., « À quelles conditions les IDE stimulent-ils la croissance ? IDE, croissance et catalyseurs dans les pays méditerranéens », *Mondes En Développement*, avril 2009, vol. 2009/4, nº 148, pp. 119-138.

ANSIDEI J., « L'AMF face aux enjeux de la finance durable », *Bulletin Joly Bourse*, La finance au service du climat, 1er mars 2021, vol. n°02, pp. 49-52.

ARNOLD D.G., « Transnational Corporations and the Duty to Respect Basic Human Rights », *Business Ethics Quarterly*, juillet 2010, vol. 20, nº n°03, pp. 371-399.

ARROW K.J., « The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing1 », *The Review of Economic Studies,* 1er avril 1964, vol. 31, nº 2, pp. 91-96.

ASKENAZY P., « Finance et néolibéralisme », *Revue d'économie financière*, Association d'économie financière, 2017, vol. 128, nº 4, pp. 45-58.

BEN MESSAOUD Y., « La raison d'être : décryptage d'une innovation en droit des sociétés — Regard français. » *Les Cahiers de droit*, volume 62, numéro 3, septembre 2021, p. 693–730.

BERG F., KÖLBEL J.F., RIGOBON R., « Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings », *Review of Finance*, 1er novembre 2022, vol. 26, n° 6, pp. 1315-1344.

BESKE F., HAUSTEIN E., LORSON P., « Materiality analysis in sustainability and integrated reports », *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 21 octobre 2019, vol. ahead-of-print.

BEYLERIAN O., « La grande transformation : aux origines politiques et économiques de notre temps Karl Polanyi (Traduit de l'anglais par Catherine Malamoud et Maurice Angeno. Préface de Louis Dumont), Paris: Gallimard, 1983, xix, 399 pages », *Canadian Journal of Political Science*, Cambridge University Press, mars 1986, vol. 19, nº 1, pp. 187-189.

BINET P.-A., « Finance durable : l'impulsion française », *Bulletin Joly Bourse*, 1er mars 2021, vol. mars-avril 2021, n°02, pp. 44-48.

BISMUTH R., « The Emerging Human Rights and Environmental Due Diligence Responsibility of Financial Institutions », *in* GORTSOS C. (dir.), *International Monetary and Banking Law in the post COVID-19 World*, Oxford University Press, 11 mai 2023.

BOISSINOT J., « Mettre la finance au service de la société ? », *Revue d'économie financière*, Association d'économie financière, 2015, vol. 117, nº 1, pp. 237-244.

BOLDEMAN L., « A Brief Account of the Historical Origins of Economic Fundamentalism », *in The Cult of the Market*, ANU Press, Economic Fundamentalism and its Discontents, 2007, pp. 103-124.

BOLDEMAN L., « A Critique of the Conceptual Foundations of Economic Fundamentalism », *in The Cult of the Market*, ANU Press, Economic Fundamentalism and its Discontents, 2007, p. 125-152.

BOLDEMAN L., « The Creation of Social Order is Irreducibly a Moral Project », *in The Cult of the Market*, ANU Press, Economic Fundamentalism and its Discontents, 2007, pp. 39-72.

BOLDEMAN L., « The Relationship Between the Economic System and the Social Order », *in The Cult of the Market*, ANU Press, Economic Fundamentalism and its Discontents, 2007, pp. 73-102.

BOLTON P. et al., « Penser la stabilité financière à l'ère des risques écologiques globaux – Vers de nouveaux arbitrages entre efficience et résilience des systèmes complexes », *Revue d'économie financière*, Association Europe Finances Régulations, 2020, vol. 138, n° 2, pp. 41-54.

BONCORI A.-L., CADET I., « Le comply or explain, un avatar de l'accountability », *Revue francaise de gestion*, 2013, vol. 237, n° 8, pp. 35-55.

BROWN J., DILLARD J., « Integrated reporting: On the need for broadening out and opening up », *Accounting*, 27 août 2014, vol. 27, n° 7, pp, 1120–1156.

BRUNO G., ESAKIA M., GOLTZ F., « 'Honey, I Shrunk the ESG Alpha': Risk-Adjusting ESG Portfolio Returns », *The Journal of Investing*, 31 mars 2022, vol. 31, n° 3, pp. 45-61.

BUISINE O., « RSE et comptabilité environnementale », *Bulletin Joly Sociétés*, septembre 2021, vol. n°09, pp. 58-64.

BURGER M. et al., « Rethinking Sustainability to Meet the Climate Change Challenge », *Environmental Law Reporter News & Analysis*, 2013, vol. 43, nº 4, pp. 10342-10357.

CADET I., « Chapitre 2. La norme ISO 26000 relative à la responsabilité sociétale : une norme éthique ? », in *Puissances de la Norme*, LE GOFF J. (dir.), ONNEE S. (dir.), EMS Editions, Gestion en liberté, 2017, pp. 31-51.

CAMBOURG P. De, GARDES C., « La donnée extra-financière comme prérequis au développement d'une finance durable », *Revue d'économie financière*, Association Europe Finances Régulations, 2020, vol. 138, n° 2, pp. 193-208.

ČERNIČ J.L., « Corporate Human Rights Obligations at the International Level », *Willamette Journal of International Law and Dispute Resolution*, Willamette University College of Law, 2008, vol. 16, nº 1, pp. 130-205.

CHATTERJI A. et al., « Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers », *Strategic Management Journal*, HEC Paris Research Paper n° SPE-2015-1076, 15 novembre 2014.

CHEBLY J.E., RUIZ F., SCHIANO A., « Mainstreaming Sustainable Finance: Market-Friendly Solutions to Climate Change », *Fletcher Forum of World Affairs*, 2018, vol. 42, n° 2, pp. 65-78.

CHEN S., SONG Y., GAO P., « Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance », *Journal of Environmental Management*, 1er novembre 2023, vol. 345, p. 118829.

CIMINELLO R., « Conflits entre éthique et finance », *Revue d'économie financière*, 1996, vol. 37, nº 2, pp. 301-327.

COOPER D.J., MORGAN W., « Meeting the evolving corporate reporting needs of government and society: arguments for a deliberative approach to accounting rule making », *Accounting and Business Research*, Routledge, 1er août 2013, vol. 43, n° 4, pp. 418-441.

COURET A., « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *Bulletin Joly Bourse*, mars 2017, pp. 202-208.

COURET A., « L'irrésistible glissement du droit des sociétés vers un droit sociétal », *Bulletin Joly Bourse*, 1 mai 2022, vol°05, n° BJS201a5.

CRIFO P., REBERIOUX A., « Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : nouvelle frontière de la finance durable ? », *Revue d'économie financière*, Association d'économie financière, 2015, vol. 117, n° 1, pp. 205-223.

CUENOUD T., « L'impact de la crise financière sur la finance responsable en France, vers une structuration plus durable du secteur ? », *Vie & sciences de l'entreprise*, 2013, vol. 195-196, n° 3-4, pp. 13-32.

DAI R. et al., « Outsourcing Climate Change », *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper, N° 723/2021, janvier 2022.

DALY H.E., « On Wilfred Beckerman's Critique of Sustainable Development », *Environmental Values*, 1995, vol. 4, nº n°01, pp. 49-70.

DANIC O., « Chapitre 1. Le besoin d'un droit international des investissements », *in* PELLET A. (dir.), *L'émergence d'un droit international des investissements, Contribution des traités bilatéraux d'investissement et de la jurisprudence du CIRDI*, Université Paris 10 Nanterre, 2012, pp. 57-138.

DEVINNEY T.M. et al., « The Other CSR: Consumer Social Responsibility », *Leeds University Business School Research Papers*, 1er mai 2006, Series Research Paper No. 15-04, p. 14.

DIMSON E., MARSH P., STAUNTON M., « Divergent ESG Ratings », *The Journal of Portfolio Management*, 2 novembre 2020, vol. 47, n° 1, pp. 75-87.

DUMROSE M., RINK S., ECKERT J., « Disaggregating confusion? The EU Taxonomy and its relation to ESG rating », *Finance Research Letters*, 1er août 2022, vol. 48, pp. 102928.

DURAND-BARTHEZ P., « Le principe "appliquer ou expliquer". Réflexions sur ses fondements et sa mise en œuvre dans le domaine du gouvernement d'entreprise », *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 2, mars 2016

EDGLEY C., « A genealogy of accounting materiality », *Critical Perspectives on Accounting*, 1er mai 2014, vol. 25, n° 3, pp. 255-271.

EDMANS A., « Rational Sustainability », *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 février 2024.

EDMANS A., « The End of ESG », *Financial Management*, 4 janvier 2023, vol. Spring 2023, no 52(1), pp. 3-17.

EKARDT F., « Climate Change, Justice, and Sustainability: The Right to Freedom, Protection Rights, and Balancing », *Archives for Philosophy of Law and Social Philosophy*, Franz Steiner Verlag, 2014, vol. 100, nº 2, pp. 187-200.

EL-HAGE J., « Fixing ESG: Are mandatory ESG disclosures the solution to misleading ESG ratings? », *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 2021, n°2, pp. 359-390.

ELAGE A., DARDOUR A., « L'impact de l'approche « appliquer ou expliquer » sur le degré de conformité des entreprises aux codes de gouvernance », *Management & Avenir* Management Prospective Editions, 20 mai 2020, vol. 116, n° 2, pp. 15-36.

ELKINGTON J., « 25 Years Ago I Coined the Phrase 'Triple Bottom Line.' Here's Why It's Time to Rethink It. », *Harvard Business Review*, 2018.

ELKINGTON J., « Enter the Triple Bottom Line », in *Triple Bottom Line Does It Add Up*, Routledge, 2004, pp. 1-16, 208 pages.

ELKINGTON J., « Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development », *California Management Review*, SAGE Publications Inc, 1er janvier 1994, vol. 36, n° 2, pp. 90-100.

FARRIOR S., CLAGETT B., « State Responsibility for Human Rights Abuses by Non-State Actors », *Proceedings of the Annual Meeting*, American Society of International Law, 1998, vol. 92, pp. 299-306.

FASTERLING B., DUHAMEL J.-C., « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *Revue internationale de droit économique*, 2009, vol. t. XXIII, 2, n° 2, pp. 129-157.

FRANZONI S., AVELLINO M., « Sustainability Reporting in International Hotel Chains », *Symphonya Emerg. Issues Manag.*, 4 janvier 2020, pp. 96-107.

FREIBERG D., ROGERS J., SERAFEIM G., « How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors - Working Paper - Faculty & Research - Harvard Business School », *Harvard Business School Working Paper*, novembre 2019, vol. n° 20-056.

FRIMOUSSE S., PERETTI J.-M., « La contribution de la finance verte et durable à la performance extra-financière », *Question(s) de management*, EMS Editions, 2021, vol. 36, no 6, pp. 141-166.

FRISON C., « Décoloniser le droit de la biodiversité pour sortir du Plantationocène : vers un droit écologique », *Revue juridique de l'environnement*, JLE, 2025, no. HS1 Numéro spécial, pp. 81-104.

GREWAL J., HAUPTMANN C., SERAFEIM G., « Material Sustainability Information and Stock Price Informativeness », *Journal of Business Ethics*, juillet 2021, vol. 171, n° 3, pp. 513–544.

GUZNICZAK B., « Climat, pollution et inégalités sociales: De l'inaction au changement », *Les Cahiers Dynamiques*, Érès, 14 décembre 2023, vol. 82, n° 1, pp. 26-32.

HALL M.J., WEISS D.C., « Climate Change Adaptation and Human Rights: An Equitable View », *in* RUPPEL O.C., ROSCHMANN C., RUPPEL-SCHLICHTING K. (dir.), *Climate Change: International Law and Global Governance*, Nomos Verlagsgesellschaft mbH, Volume I: Legal Responses and Global Responsibility, 1re éd., 2013, pp. 261-298.

HANSEN J.E. et al., « Global warming in the pipeline », *Oxford Open Climate Change*, 2 novembre 2023, vol. 3, no 1, pp. 1-33.

HARPER HO V., « Comply or Explain' and the Future of Nonfinancial Reporting », *Lewis & Clark Law Review*, janvier 2017, vol. 21:2, pp. 317-355.

HATTINGH J., « Whose Climate, which Ethics?: On the Foundations of Climate Change Law », *in* RUPPEL O.C., ROSCHMANN C., RUPPEL-SCHLICHTING K. (dir.), *Climate Change: International Law and Global Governance*, Nomos Verlagsgesellschaft mbH, Volume I: Legal Responses and Global Responsibility, 1re éd., 2013, pp. 95-120.

HEALY P.M., PALEPU K.G., « Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature », *Journal of Accounting and Economics*, 1er septembre 2001, vol. 31, n° 1, pp. 405-440.

HOLMES I., MAULE S., « Responsible Investment: Addressing Sustainability Challenges Through Financial Reform", *in* E3G, *A Sustainable Finance Plan for the European Union*, 2016, pp. 17-27.

HU X. et al., « The green fog: Environmental rating disagreement and corporate greenwashing," *Pacific-Basin Finance Journal*, 1er avril 2023, vol. 78, p. 101952.

JEFFERS E., « Pourquoi faut-il une finance durable et soutenable ? », *Revue d'économie financière*, Association d'économie financière, 2015, vol. 117, nº 1, pp. 225-236.

KAPLAN R.S., NORTON D.P., « The Balanced Scorecard—Measures that Drive Performance," *Harvard Business Review*, 1992, n° janvier-février 1992, pp. 71-79.

KHAN M., SERAFEIM G., YOON A., « Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality », *The Accounting Review*, American Accounting Association, 2016, vol. 91, nº 6, pp. 1697-1724.

KÖLBEL J.F., LAMBILLON A.-P., « Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds », *Swiss Finance Institute Research Paper*, 12 janvier 2022, no 23-07, p 35.

LAMBOLL R.D. et al., « Assessing the size and uncertainty of remaining carbon budgets », *Nature Climate Change*, Nature Publishing Group, décembre 2023, vol. 13, nº 12, pp. 1360-1367.

LARREINA M., « Overcoming Recklessness in Finance and the Urgent Need for Strengthening Ethics », *Revista Portuguesa de Filosofia*, 2018, vol. 74, nº 2/3, pp. 409-450.

LATTY F., « L'Etat demandeur (reconventionnel) dans les procédures arbitrales : le gymkhana de la réaffirmation de l'Etat », *in* GHADBAN T.E., MAZUY C.-M., (eds.), SENEGACNIK A. (dir.), *La protection des investissements étrangers, vers une réaffirmation de l'Etat ? – The Protection of Foreign Investments : A Reaffirmation of the State?,* Pédone, 2018, pp. 161-178.

LE SAOUT E., BUSCOT C., « Comment expliquer la performance de l'investissement socialement responsable ? », *Management & Avenir* Management Prospective Ed., 2009, vol. 23, n° 3, pp. 153-169.

LUCAS R.E., « Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? », *The American Economic Review*, American Economic Association, 1990, vol. 80, nº 2, pp. 92-96.

MACHADO B., DIAS L., FONSECA A., « Transparency of materiality analysis in GRI-based sustainability reports », *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26 octobre 2020, vol. 28, pp. 1-11.

MALLOY T., « Regulation, compliance and the firm », *Temple Law Review*, 1er septembre 2003, vol. 76, pp. 451-531.

MANIORA J., « Is Integrated Reporting Really the Superior Mechanism for the Integration of Ethics into the Core Business Model? An Empirical Analysis », *Journal of Business Ethics*, Springer, 2017, vol. 140, n° 4, pp. 755-786.

MARTY G., JULE B., « Exigences en matière de durabilité : point sur les nouvelles obligations dans le cadre de la distribution d'instruments financiers », *Bulletin Joly Bourse*, septembre 2023, vol. n°5, pp. 42-47.

MCGOLDRICK D., « Sustainable Development and Human Rights: An Integrated Conception », *The International and Comparative Law Quarterly*, Cambridge University Press, 1996, vol. 45, nº 4, pp. 796-818.

MERCIER V., « Finance durable », *Encyclopédie Bourse*, 7 mars 2022, vol. n° EB003, 103 pages.

MERCIER V., « La transparence renforcée des acteurs des marchés financiers en matière de durabilité », *Bulletin Joly Bourse*, mars 2021, nº mars-avril 2021, pp. 53-58.

MERCIER V., « Responsabilité sociétale des entreprises (RSE) », *Encyclopédie Sociétés*, septembre 2022, vol. n° ES040, 50 pages.

MERXEM L.G. De, TCHOTOURIAN I., « La double matérialité, clé de voûte d'une gouvernance durable de l'entreprise », *Revue internationale de droit économique*, Association internationale de droit économique, 2024, n° 4, pp. 59-91.

MEZZANOTTE F.E., « EU Sustainable Finance: Complex Rules and Compliance Problems », *Review of Banking and Financial Law*, 2023 2022, vol. 42, n° 2, pp. 845-896.

MILANOVIC B., « Le capitalisme méritocratique libéral », *in Le capitalisme, sans rival*, Paris, La Découverte, Sciences humaines, 2020, pp. 29-95.

MONEBHURRUN N., « La demande reconventionnelle comme procédure permettant d'engager la responsabilité environnementale des investisseurs : l'exemple du droit international des investissements », *Revue juridique de l'environnement*, Lavoisier, 14 octobre 2020, vol. 45, n° 3, pp. 526-535.

MOULIN J.-M. , « Finance durable européenne : à la recherche de l'équilibre imparfait », *Revue de Droit bancaire et financier*, Septembre-Octobre 2025, vol. n° 05, pp. 47-51.

MOULIN J.-M., « Plaidoyer en faveur d'un véritable label financier environnemental européen », *Bulletin Joly Bourse*, mars 2021, n° mars-avril 2021, pp. 62-68.

MOULIN J.-M, « Révision en vue de l'architecture européenne de finance durable », *Revue de Droit bancaire et financier*, Septembre-Octobre 2024, vol. n° 05, pp. 52-56.

OTSUKA A., « ESG investment and reforming the fiduciary duty », *Ohio State Business Law Journal*, 2021, vol. 15, n° n°1, pp. 136-163.

PANAYOTAKIS C., « Capitalism, Meritocracy, and Social Stratification: A Radical Reformulation of the Davis-Moore Thesis », *American Journal of Economics and Sociology*, 2014, vol. 73, nº 1, pp. 126-150.

PARETO V., « Chapitre I : Principes généraux », *in* PARETO V., *Manuel d'économie politique,* Genève, Librairie Droz, Travaux de Sciences Sociales, 1981, pp. 1-39.

PELLET A., « Les raisons du développement du soft law en droit international : choix ou nécessité ? », *in* DEUMIER et al. (dir.), *Regards Croisés Sur Soft Law En Droit Interne Eur. Int.*, LGDJ, Contextes: culture du droit, 2018, pp. 177-192.

PELLET A., « Police Power or the State's Right to Regulate » *in*: KINNEAR M., FISCHER G.R., ALMEIDA J.R., TORRES L. F., URAN BIDEGAIN M., *Building International Investment Law – The First 50 Years of ICSID,* 2016*,* pp. 447-462

PILLAY A.G., « Economic, Social and Cultural Rights and Climate Change », *in* RUPPEL O.C., ROSCHMANN C., RUPPEL-SCHLICHTING K. (dir.), *Climate Change: International Law and Global Governance*, Nomos Verlagsgesellschaft mbH, Volume I: Legal Responses and Global Responsibility, 1re éd., 2013, pp. 243-260.

PITSEYS J., « Le concept de gouvernance », *Revue interdisciplinaire d'études juridiques*, Presses de l'Université Saint-Louis, 2010, vol. 65, n° 2, pp. 207-228.

PREUSS L., BROWN D., « Business Policies on Human Rights: An Analysis of Their Content and Prevalence Among FTSE 100 Firms », *Journal of Business Ethics*, Springer, 2012, vol. 109, nº 3, pp. 289-299.

PUROILA J., MÄKELÄ H., « Matter of opinion: Exploring the socio-political nature of materiality disclosures in sustainability reporting », *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Emerald Group Publishing Ltd., 2019, vol. 32, n° 4, pp. 1043-1072.

REVELLI C., « L'investissement socialement responsable. Origines, débats et perspectives », *Revue française de gestion*, Lavoisier, 2013, vol. 236, nº 7, pp. 79-92.

REVELLI C., « La place de l'investissement socialement responsable (ISR) dans le champ de la finance durable : proposition d'une grille de lecture », *La Revue des Sciences de Gestion,* Direction et Gestion, 2012, vol. 258, nº 6, pp. 43-49.

REVELLI C., SENTIS P., « L'investissement socialement responsable diffère-t-il vraiment de l'investissement conventionnel ? », *La Revue des Sciences de Gestion*, Direction et Gestion, 2012, vol. 255-256, nº 3-4, pp. 85-95.

RHATTAT R., DOCQ S., « Les sociétés à mission : une approche par les risques », *Vie & sciences de l'entreprise*, ANDESE, 2025, vol. 226227, no 3-4, p. 172-188.

RICHARDSON K. et al., « Earth beyond six of nine planetary boundaries », *Science Advances*, American Association for the Advancement of Science, 13 septembre 2023, vol. 9, nº 37, p. 1-16.

RIMLINGER G.V., « Capitalism and Human Rights », *Daedalus*, The MIT Press, 1983, vol. 112, nº 4, pp. 51-79.

ROCKSTRÖM J. et al., « Safe and just Earth system boundaries », *Nature*, Nature Publishing Group, juillet 2023, vol. 619, nº 7968, pp. 102-111.

ROOS S.R., « Climate Change and Human Rights: What Follows for Corporate Human

Rights Responsibility? », *in* RUPPEL O.C., ROSCHMANN C., RUPPEL-SCHLICHTING K. (dir.), *Clim. Change Int. Law Glob. Gov.*, Nomos Verlagsgesellschaft mbH, Volume I: Legal Responses and Global Responsibility, 1re éd., 2013, pp. 299-322.

ROSCHMANN C., « Climate Change and Human Rights », *in* ROSCHMANN C., RUPPEL O.C., RUPPEL-SCHLICHTING K. (dir.), *Climate Change: International Law and Global Governance*, Nomos Verlagsgesellschaft mbH, Volume I: Legal Responses and Global Responsibility, 1re éd., 2013, pp. 203-242.

ROUSSEAU S., TCHOTOURIAN I., « La gouvernance d'entreprise autrement », *in* GENDRON C., GIRARD B., *Repenser la responsabilité sociale de l'entreprise*, Armand Colin, 2013, pp. 91-106.

ROUSSILLE M., « Le cadre juridique de la finance durable se dessine » *Bulletin Joly Bourse*, 1er mars 2021, vol. mars-avril 2021, n° n°02, pp. 40-44.

ROUSSILLE M., « Nouvelle ambition de la Place de Paris : la finance à impact », *Bulletin Joly Bourse*, novembre 2021, vol. novembre-décembre 2021, n°06, pp. 9-11.

RUSSELL D.W., RUSSELL C.A., HONEA H., « Corporate Social Responsibility Failures: How do Consumers Respond to Corporate Violations of Implied Social Contracts? », *Journal of Business Ethics*, juillet 2016, vol. 136(4), p.18.

SAGHROUN J., EGLEM J.-Y., « À la recherche de la performance globale de l'entreprise : la perception des analystes financiers », *Comptabilité Contrôle Audit*, Association Francophone de Comptabilité, 2008, vol. 14, no 1, pp. 93-118.

SAINT-PE S., « Distribution de parts ou actions d'OPC : la responsabilité partagée des sociétés de gestion avec leurs distributeurs », *Bulletin Joly Bourse*, 9 janvier 2012, vol. n°09, pp. 374-376.

SALOMON M.E., « Emancipating human rights: Capitalism and the common good », *Leiden Journal of International Law*, Cambridge University Press, décembre 2023, vol. 36, no 4, pp. 857-877.

SAYSON C. et al., « Colonial Sustainability: Tracing the Sustainability Industry's Ecocidal Lineage from the Doctrine of Discovery », *Interdisciplinary Journal of Partnership Studies*, 20 juin 2024, vol. 1, no 1, pp. 1-29.

SCHRAMADE W., « Integrating ESG into Valuation Models and Investment Decisions: The Value Driver Adjustment Approach », *Nyenrode Business University*, 22 février 2016, 12 pages.

SCHREMPF-STIRLING J., WETTSTEIN F., « Beyond Guilty Verdicts: Human Rights Litigation and its Impact on Corporations' Human Rights Policies », *Journal of Business Ethics*, Springer, 2017, vol. 145, n° 3, pp. 545-562.

SCHUCK P., « Legal Complexity: Some Causes, Consequences, and Cures », *Duke Law Journal*, 1er octobre 1992, vol. 42, n° 1, pp. 1-52.

SEBIRE M.-E., « Les emprunts obligataires liés au développement durable (Sustainability-Linked Bonds) », *Bulletin Joly Bourse*, mars 2021, vol. n°02, n° mars-avril 2021, pp. 68-71.

SEBIRE M.-E., ISSAD M., CHELLIAH D., « Les obligations vertes européennes (EuGB) : vers une norme de référence pour la finance durable ? », *Bulletin Joly Bourse*, mars 2024, vol. n°2, pp. 42-50.

STEFFEN W. et al., « Planetary boundaries: Guiding human development on a changing planet », *Science*, American Association for the Advancement of Science, 13 février 2015, vol. 347, nº 6223, p. 1259855-1-10.

TCHOTOURIAN I., DESHAYE V., MAC FARLANE-DROUIN R., « Entreprises et responsabilité sociale : évolution ou révolution du droit canadien des affaires ? », *Les Cahiers de droit*, Faculté de droit de l'Université Laval, 2016, vol. 57, nº 4, pp. 635-683.

TCHOTOURIAN I., MORTEO M., « Une lecture juridique de l'économie « arrivante » : une autre financiarisation du droit des sociétés et des marchés », *Les Cahiers de droit*, Faculté de droit de l'Université Laval, 2019, vol. 60, nº 4, pp. 1151-1199.

TIMBEAU X., « Capitalisme et inégalités », *Revue d'économie financière*, Association d'économie financière, 2017, vol. 128, nº 4, pp. 21-43.

TORRE-SCHAUB M., « Le droit à un « climat stable », Réflexions autour de l'avis consultatif rendu par la Cour interaméricaine des droits de l'homme le 29 mai 2025 en matière climatique », *La Semaine juridique - Edition administrations et collectivités territoriales*, 17 novembre 2025, vol. n°46, pp. 22-27.

TREBUCQ S., « Une exploration autoethnographique de la finance durable », *Gestion 2000*, Association de Recherches et Publications en Management, 2013, vol. 30, nº 6, pp. 17-37.

TREBULLE F.G., « Quelle responsabilité de prévenir les atteintes à l'environnement en matière climatique ? . - Les enseignements de l'avis de la Cour interaméricaine des droits de l'homme », *Energie - Environnement - Infrastructures*, LexisNexis, novembre 2025, vol. n° 11, pp. 11-16.

VERNAC S., « L'entreprise financière socialement responsable », *Bulletin Joly Travail,* février 2023, vol. n°02, nº BJT202d6, pp. 49-52.

VIANA A.L, SILVA H.P., « Neoliberal meritocracy and financial capitalism: consequences for social protection and health », *Cien Saude Colet*, juillet 2018, vol. 23, nº 7, pp. 2107-2117.

VIVIANI J.-L., « Investissement à impact social : une approche financière », *Marché et organisations*, Réseau de recherche sur l'innovation, 25 janvier 2018, vol. 31, nº 1, pp. 173-192.

WALTER C., « L'économie malade de la théorie financière néoclassique », *Cités*, Presses Universitaires de France, 21 octobre 2024, vol. 99, nº 3, pp. 65-77.

WIESE A., TOPOROWSKI W., « CSR failures in food supply chains - an agency perspective, » *British Food Journal.*, Emerald Group Publishing Ltd, 2013, vol. 115(1), pp. 92-107.

XIA H., « Can investor-paid credit rating agencies improve the information quality of issuer-paid rating agencies? », *Journal of Financial Economics*, 1er février 2014, vol. 111, n° 2, pp. 450-468.

ZENATI F., « La portée du développement des avis », in REVET T., (dir.), *L'inflation des avis en droit*, Paris : Economica, Etudes juridiques comparatives num.2, 1998, pp. 101-112.

ZETZSCHE D.A., ANKER-SORENSEN L., « Regulating Sustainable Finance in the Dark Topical Issue on Sustainable Finance », *European Business Organization Law Review*, 2022, vol. 23, n° 1, pp. 47-86.

ZINGALES L., « Does Finance Benefit Society? », *National Bureau of Economic Research*, janvier 2015, Working Paper Series 20894, p 43.

ZUMENTE I., BISTROVA J., « ESG Importance for Long-Term Shareholder Value Creation: Literature vs. Practice », *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 1er juin 2021, vol. 7, n° 127, 13 pages.

ARTICLES DE PRESSE

« Année record, 2023 a été plus chaude de 1,48 °C que l'ère préindustrielle de 1850 à 1900 », *Le Monde*, 9 janvier 2024, https://www.lemonde.fr/climat/article/2024/01/09/annee-record-2023-a-ete-plus-chaude-de-1-48-c-que-le-climat-de-l-ere-preindustrielle_6209891_1652612.html.

« Le risque de réputation des entreprises : définitions et enjeux », *Novethic*, https://www.novethic.fr/lexique/detail/risque-de-reputation.html.

AUBRY C., « De trop nombreuses « affaires devraient conduire Nestlé à s'intéresser à sa gestion du risque éthique »," *Le Monde*, octobre 2024, https://www.lemonde.fr/idees/article/2024/10/14/de-trop-nombreuses-affaires-devraient-conduire-nestle-a-s-interesser-a-sa-gestion-du-risque-ethique_6351366_3232.html.

BARLOUTAUD A., « Le scandale Orpea », *Investir*, 10 janvier 2023, https://investir.lesechos.fr/actu-des-valeurs/la-vie-des-actions/le-scandale-orpea-1895625.

BOISSEAU L., « Orpea et Teleperformance : ces scandales qui mettent en lumière les risques ESG », *Echos*, 25 décembre 2022, https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/orpea-et-teleperformance-ces-scandales-qui-mettent-en-lumiere-les-risques-esg-1891854.

COURSAUT-DURAND A., BOUCHER L., « Dirigeants et risques environnementaux », *Option Finance*, avril 2023, https://www.optionfinance.fr/lettres-professionnelles/la-lettre-gestion-des-groupes-internationaux/developpement-durable-quelle-responsabilite-pour-les-entreprises-et-leurs-dirigeants/dirigeants-et-risques-environnementaux.html.

DICKIE G., « Global warming will reach 1.5C threshold this decade -report », *Reuters*, 2 novembre 2023, https://www.reuters.com/business/environment/global-warming-will-reach-15c-threshold-this-decade-report-2023-11-02/.

DUMAS A., « Assemblées générales 2023, un bilan contrasté pour le climat », *Novethic*, 23 juin 2023, https://www.novethic.fr/finance-durable/engagement-actionnarial/assemblees-generales-2023-un-bilan-contraste-pour-le-climat.

FRIEDMAN M., « A Friedman doctrine-- The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits », *N. Y. Times*, 13 septembre 1970, https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html.

HIGGINS A., « Corporations are paying for worker abuse audits that are 'designed to fail', say insiders », *The Guardian*, 10 octobre 2023, https://www.theguardian.com/global-development/2023/oct/10/corporate-auditing-foreign-workers-abuse-claims.

HUSSON-TRAORE A.-C., « Dix ans après l'effondrement du Rana Plaza, l'industrie du textile et les consommateurs ont-ils changé ? », *Novethic*, 24 avril 2023, https://www.novethic.fr/actualite/social/consommation/isr-rse/dix-apres-l-effondrement-du-rana-plaza-l-industrie-du-textile-et-les-consommateurs-ont-ils-change-151475.html.

KARROUM I., « Suicides à Verallia Cognac : la police enquête à l'usine », *CharenteLibre.fr*, 17 mai 2023, https://www.charentelibre.fr/societe/justice/suicides-a-verallia-cognac-la-police-enquete-a-l-usine-15198604.php.

KERBER R., « Shareholder activists dial back on resolutions », *Reuters*, 3 avril 2025, https://www.reuters.com/sustainability/boards-policy-regulation/shareholder-activists-dial-back-resolutions-2025-04-03/.

LANGFORD A., « Sharp rise in number of climate lawsuits against companies, report says », *Guardian*, 27 juin 2024, https://www.theguardian.com/environment/article/2024/jun/27/sharp-rise-in-number-of-climate-lawsuits-against-companies-report-says.

LEBOUCHER S., « Finance durable : l'épée de Damoclès de l'ESG », *Option Finance*, février 2023, https://www.optionfinance.fr/rubrique-asset-management/finance-durable-lepee-de-damocles-de-lesg.html.

MAUSSION F., « Orpea : comprendre l'affaire qui secoue les Ehpad privés en quatre questions », *Echos*, 7 février 2022, https://www.lesechos.fr/industrie-services/pharmacie-sante/orpea-comprendre-laffaire-qui-secoue-les-ehpad-prives-en-quatre-questions-1385121.

MILANOVIC B., « Forme et hégémonie du capitalisme politique », *Le Grand Continent*, 11 septembre 2020, https://legrandcontinent.eu/fr/2020/09/11/le-capitalisme-sans-rival/.

NOOR D., « Rightwing war on 'woke capitalism' partly driven by fossil fuel interests and allies », *The Guardian*, 22 juin 2023, https://www.theguardian.com/us-news/2023/jun/22/rightwing-war-on-woke-capitalism-industry-interests.

PECAUT A., « A l'image des 19 milliards d'euros de TotalEnergies, des bénéfices record pour les compagnies pétrolières en 2022 » *Le Monde*, févier 2023, https://www.lemonde.fr/economie/article/2023/02/08/les-majors-du-petrole-affichent-des-resultats-record_6160981_3234.html.

RUNYON N., « EU's omnibus proposal: Debunking the myth that sustainability compliance hinders competitiveness », *Thomson Reuters Institute*, 28 avril 2025, https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/sustainability/eu-omnibus-proposal-debunking-sustainability-compliance/.

SEBAG S., « Les dépositaires français progressent dans les chantiers ESG », *Option Finance*, 27. septembre 2024, https://www.optionfinance.fr/rubrique-asset-management/les-depositaires-francais-progressent-dans-les-chantiers-esg.html.

SOUNDRON M.F., « Réchauffement climatique : Un monde à +2°C n'est déjà plus assurable », *Novethic*, 28 juillet 2021, https://www.novethic.fr/actualite/environnement/climat/isr-rse/rechauffement-climatique-un-monde-a-2-c-n-est-deja-plus-assurable-150028.html.

WATTS J., « Earth's health failing in seven out of eight key measures, say scientists », *The Guardian*, 31 mai 2023, https://www.theguardian.com/environment/2023/may/31/earth-health-failing-in-seven-out-of-eight-key-measures-say-scientists-earth-commission.

IV SOURCES OFFICIELLES

A. SOURCES INTERNATIONALES OFFICIELLES

1. Nations Unies

Accord de Paris adopté le 12 décembre 2015, entré en vigueur le 4 novembre 2016, R.T.N.U., vol. 3156, p.79.

Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage, de la production et du transfert des mines antipersonnel et sur leur destruction, adoptée le 18 septembre 1997, R.T.N.U., vol. 2056, p.211.

Convention sur l'interdiction de la mise au point, de la fabrication et du stockage des armes bactériologiques (biologiques) ou à toxines et sur leur destruction, adoptée le 10 avril 1972, R.T.N.U., vol.1015, p.164.

Convention sur l'interdiction de la mise au point, de la fabrication, du stockage et de l'emploi des armes chimiques et sur leur destruction, adoptée le 3 septembre 1992, R.T.N.U., vol. 1975, p.45.

Convention sur la diversité biologique, adoptée le 5 juin 1992, R.T.N.U., vol. 1760, p.79.

Convention sur la lutte contre la désertification, adoptée le 14 octobre 1994, R.T.N.U., vol. 1954, p.3.

Convention sur les armes à sous-munitions, adoptée 30 mai 2008, R.T.N.U., vol. 2688, p.39.

Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques, adoptée le 9 mai 1992, R.T.N.U., vol.1771, p.107.

Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement, A/CONF.151/26 (Vol. I), adoptée le 14 juin 1992.

Déclaration de Stockholm, A/CONF.48/14/Rev.l, adoptée le 16 juin 1972.

Déclaration universelle des droits de l'Homme, Résolution 217 A (III), adoptée le 10 décembre 1948.

Programme de développement durable à l'horizon 2030, Résolution 70/1 de l'Assemblée générale, vol. A/RES/70/1, adopté le 25 septembre 2015.

Protocole de Kyoto, la Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques, adopté le 11 décembre 1997, R.T.N.U., vol. 2303, p.162.

Traité sur la non-prolifération des armes nucléaires, adopté le 5 mars 1970, R.T.N.U., vol. 729, p.169.

2. Autres sources internationales

Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements (CIRDI), Convention pour le règlement des différends relatifs aux investissements entre États et ressortissants d'autres États, adoptée le 18 mars 1965, entrée en vigueur le 14 octobre 1966.

Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements (CIRDI), Règlement d'arbitrage selon la Convention CIRDI, avril 2006.

Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDCI), Règlement d'arbitrage de la CNUDCI, adopté en 1976 et révisé en 2010 et 2013.

Conseil de l'Europe, Convention européenne des droits de l'Homme, signée le 4 novembre 1950, entrée en vigueur en 1953.

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales sur la conduite responsable des entreprises, 2011.

Organisation de l'unité africaine (OUA), Charte africaine des droits de l'Homme et des peuples, juin 1981.

Organisation internationale du travail (OIT), Déclaration concernant les buts et objectifs de l'Organisation Internationale du Travail (Déclaration de Philadelphie), adoptée le 10 mai 1944.

3. Rapports, communications et actes non obligatoires des institutions internationales

ASSEMBLEE GENERALE DES NATIONS UNIES, CONSEIL DES DROITS DE L'HOMME, Rapport de la Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'ONU : « Notre avenir à tous », Rapport Brundtland, A/42/427, 4 août 1987, 685 pages.

ASSEMBLEE GENERALE DES NATIONS UNIES, CONSEIL DES DROITS DE L'HOMME, Promotion et protection de tous les droits de l'homme, civils, politiques, économiques, sociaux et culturels, y compris le droit au développement, Protéger, respecter et réparer : un cadre pour les entreprises et les droits de l'Homme Rapport du Représentant spécial du Secrétaire général chargé de la question des droits de l'Homme et des sociétés transnationales et autres entreprises, M. John Ruggie, A/HRC/8/5, 7 avril 2008, 30 pages.

ASSEMBLEE GENERALE DES NATIONS UNIES, CONSEIL DES DROITS DE L'HOMME, Pacte international relatif aux droits civils et politiques, Observation générale no 36 sur le droit à la vie (art. 6), CCPR/C/GC/36, 3 septembre 2019, 23 pages.

CALVIN K. et al., « IPCC, 2023: Climate Change 2023: Synthesis Report. Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change », Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), 25 juillet 2023, 42 pages.

CONVENTION-CADRE DES NATIONS UNIES SUR LES CHANGEMENTS CLIMATIQUES (CCNUCC),

COP 29 : la Conférence des Nations Unies sur le climat convient de tripler le financement aux pays en développement pour protéger les vies et les moyens de subsistance, Communiqué de presse, 24 novembre 2024.

CONVENTION-CADRE DES NATIONS UNIES SUR LES CHANGEMENTS CLIMATIQUES (CCNUCC), Dialogue technique au titre du premier bilan mondial, Rapport de synthèse établi par les cofacilitateurs du dialogue technique, FCCC/SB/2023/9, 8 septembre 2023, 48 pages.

DEPARTEMENT DES STATISTIQUES, FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL, Guide de l'enquête coordonnée sur l'investissement direct, mars 2010, 125 pages.

GROUPE DE LA BANQUE MONDIALE, Préserver la biodiversité pour préserver notre avenir, 7. décembre 2022.

MASSON-DELMOTTE V. et al., Climate Change 2021: The Physical Science Basis. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change, Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), 2021, 3949 pages.

MASSON-DELMOTTE V. et al., Réchauffement planétaire de 1,5 °C, Rapport spécial du GIEC sur les conséquences d'un réchauffement planétaire de 1,5 °C par rapport aux niveaux préindustriels et les trajectoires associées d'émissions mondiales de gaz à effet de serre dans le contexte du renforcement de la parade mondiale au changement climatique, du développement durable et de la lutte contre la pauvreté, Résumé à l'intention des décideurs, Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC), 2019, 631 pages.

MILLSTEIN I. et al., Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets: A Report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development, avril 1998, 110 pages.

NATIONS UNIES, « Pour un climat vivable : les engagements en faveur du zéro émission nette doivent être étayés par des mesures crédibles », *Action Climat*, 2022.

PROGRAMME DES NATIONS UNIES POUR LE DEVELOPPEMENT (PNUD), Le Rapport sur le développement humain 2021/2022, Temps incertains, vies bouleversées : façonner notre avenir dans un monde en mutation, 2022, 352 pages.

THE GLOBAL COMMISSION ON THE ECONOMY AND CLIMATE, Better Growth, Better Climate, The New Climate Economy Report, The Synthesis Report, World Resources Institute, 2014, 72 pages.

UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME (UNEP), Adaptation Gap Report 2023, Underfinanced. Underprepared. Inadequate investment and planning on climate adaptation leaves world exposed, DEW/2583/NA, 2023, 112 pages.

UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME, FINANCE INITIATIVE (UNEP FI), PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI), Fiduciary Duty in the 21st Century Final Report, 2019, 60 pages.

UNITED NATIONS GENERAL ASSEMBLY, Report of the Working Group on the Issue of Human Rights and Transnational Corporations and Other Business Enterprises, A/72/162, 18 juillet 2017, 25 pages.

UNITED NATIONS, System of Environmental Economic Accounting – Ecosystem Accounting, Department of Economic and Social Affairs, Statistics Division, ST/ESA/STAT/SER.F/124, décembre 2024, 443 pages.

WORTH K., Climat : le chef de l'ONU appelle à ne plus perdre de temps alors que « le monde change sous nos yeux », Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques (CCNUCC), 10 septembre 2018.

B. SOURCES OFFICIELLES DE L'UNION EUROPEENNE

1. Traités

Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, du 13 décembre 2007, entré en vigueur le 1er décembre 2009, *JO C*. vol. 326, 26 octobre 2012, pp. 47-390.

2. Règlements

COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) …/... of 4.7.2025 amending Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards the simplification of the content and presentation of information to be disclosed concerning environmentally sustainable activities and Commission Delegated Regulations (EU) 2021/2139 and (EU) 2023/2486 as regards simplification of certain technical screening criteria for determining whether economic activities cause no significant harm to environmental objectives, *C(2025) 4568 final*, 4 juillet 2025.

Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL établissant un cadre visant à garantir un approvisionnement sûr et durable en matières premières critiques et modifiant les règlements (UE) nº 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1724 et (UE) 2019/1020, *COM(2023) 160 final*, 16 mars 2023.

Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant le règlement (UE) nº 691/2011 en ce qui concerne l'introduction de nouveaux modules relatifs aux comptes économiques de l'environnement, *COM(2022) 329 final*, 11 juillet 2022.

Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL sur la transparence et l'intégrité des activités de notation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG), *2023/0177(COD)*, 13 juin 2023.

Rectificatif au règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales

ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *JO L*, vol. 332, 27 décembre 2022, pp. 1-74.

Rectificatif au règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *JO L*, vol. 65, 2 mars 2023, pp. 59-70.

Règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement et modifiant les directives 2008/48/CE et 2014/17/UE et le règlement (UE) n° 596/2014, *JO L*, vol. 171, 29 juin 2016, pp. 1-65.

Règlement (UE) 2016/679 du Parlement européen et du Conseil, du 27 avril 2016, dit Règlement général sur la protection des données (RGPD), relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, et abrogeant la directive 95/46/CE (règlement général sur la protection des données), *JO L*, vol. 119, 4 mai 2016, pp. 1-88.

Règlement (UE) 2017/821 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 fixant des obligations liées au devoir de diligence à l'égard de la chaîne d'approvisionnement pour les importateurs de l'Union qui importent de l'étain, du tantale et du tungstène, leurs minerais et de l'or provenant de zones de conflit ou à haut risque, *JO L*, vol. 130, 19 mai 2017, pp. 1-20.

Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *JO L*, vol. 317, 9 décembre 2019, pp. 1-16.

Règlement (UE) 2019/2089 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant le règlement (UE) 2016/1011 en ce qui concerne les indices de référence transition climatique de l'Union, les indices de référence accord de Paris de l'Union et la publication d'informations en matière de durabilité pour les indices de référence, *JO L*, vol. 317, 9 décembre 2019, pp. 17-27.

Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *JO L*, vol. 198, 22 juin 2020, pp. 13-43.

Règlement (UE) 2023/1115 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 relatif à la mise à disposition sur le marché de l'Union et à l'exportation à partir de l'Union de certains produits de base et produits associés à la déforestation et à la dégradation des forêts, et abrogeant le règlement (UE) no 995/2010, *JO L*, vol. 150, 9 juin 2023, pp. 206-247.

Règlement (UE) 2023/2631 du Parlement européen et du Conseil du 22 novembre 2023 sur les obligations vertes européennes et la publication facultative d'informations pour les obligations commercialisées en tant qu'obligations durables sur le plan environnemental et

pour les obligations liées à la durabilité, *JO L*, 30 novembre 2023.

Règlement (UE) 2024/3005 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2024 sur la transparence et l'intégrité des activités de notation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG), et modifiant les règlements (UE) 2019/2088 et (UE) 2023/2859, *JO L,* 12 décembre 2024.

Règlement délégué (UE) 2017/653 de la Commission du 8 mars 2017 complétant le règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIP) par des normes techniques de réglementation concernant la présentation, le contenu, le réexamen et la révision des documents d'informations clés et les conditions à remplir pour répondre à l'obligation de fournir ces documents, *JO L*, vol. 100, 12 avril 2017, pp. 1-52.

Règlement délégué (UE) 2020/1818 de la Commission du 17 juillet 2020 complétant le règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil par des normes minimales pour les indices de référence « transition climatique » de l'Union et les indices de référence «accord de Paris» de l'Union, *JO L*, vol. 406, 3 décembre 2020, pp. 17-25.

Règlement délégué (UE) 2021/1253 de la Commission du 21 avril 2021 modifiant le règlement délégué (UE) 2017/565 en ce qui concerne l'intégration des facteurs de durabilité et des risques et préférences en matière de durabilité dans certaines exigences organisationnelles et conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement, *JO L*, vol. 277, 2 août 2021, pp.1-5.

Règlement délégué (UE) 2021/2178 de la Commission du 6 juillet 2021 complétant le règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil par des précisions concernant le contenu et la présentation des informations que doivent publier les entreprises soumises à l'article 19 bis ou à l'article 29 bis de la directive 2013/34/UE sur leurs activités économiques durables sur le plan environnemental, ainsi que la méthode à suivre pour se conformer à cette obligation d'information, *JO L*, vol. 443, 10 décembre 2021, pp. 9-67.

Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites Internet et dans les rapports périodiques, *JO L*, vol. 196, 25 juillet 2022, pp. 1-72.

Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, *JO L,* 22 décembre 2023.

Règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits

financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *JO L*, vol. 050, 7 février 2023, pp. 3-27.

Règlement délégué (UE) n°231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance, *JO L*, vol. 083, 22 mars 2013, pp. 1-95.

3. Directives

Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, *JO L*, vol. 132, 20 mai 2017, pp. 1-25.

Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *JO L*, vol. 322, 16 décembre 2022, pp. 15-80.

Directive (UE) 2024/1203 du Parlement européen et du Conseil du 11 avril 2024 relative à la protection de l'environnement par le droit pénal et remplaçant les directives 2008/99/CE et 2009/123/CE, *JO L*, 30 avril 2024.

Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, *JO L*, 5 juillet 2024.

Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *JO L*, vol. 145, 30 avril 2004, pp. 1-44.

Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance, *JO L*, vol. 224, 16 août 2006, pp. 1-7.

Directive 2008/101/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 novembre 2008 modifiant la directive 2003/87/CE afin d'intégrer les activités aériennes dans le système communautaire d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre, *JO L*, vol. 8, 13 janvier 2009, pp. 3-21.

Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte), JO L, vol. 302, 17 novembre 2009, pp. 32-96.

Directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux

états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, *JO L*, vol. 182, 29 juin 2013, pp. 19-76.

Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *JO L*, vol. 173, 12 juin 2014, pp. 349-496.

Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, *JO L*, vol. 330, 15 novembre 2014, pp. 1-9.

DOCUMENT DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION RÉSUMÉ DE L'ANALYSE D'IMPACT accompagnant le document: Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise et RECOMMANDATION DE LA COMMISSION sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise («appliquer ou expliquer»), *SWD/2014/0126 final*, 9 avril 2014.

Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne les dates à partir desquelles les États membres doivent appliquer certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises et au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, COM/2025/80 final, 26 février 2025.

Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines obligations relatives à la publication d'informations en matière de durabilité et au devoir de vigilance applicables aux entreprises, COM/2025/81 final, 26 février 2025.

Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL relative à la justification et à la communication des allégations environnementales explicites (directive sur les allégations écologiques), *COM(2023) 166 final*, 22 mars 2023.

Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL relative à la protection de l'environnement par le droit pénal et remplaçant la directive 2008/99/CE, *COM2021 851 Final*, 15 décembre 2021.

Proposition de DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937, *COM(2022) 71 final,* 23 février 2022.

4. Rapports, communications et actes non obligatoires des institutions européennes

BANQUE CENTRALE EUROPEENNE, Guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement : Attentes prudentielles en matière de gestion et de déclaration des risques, novembre 2020, 60 pages.

COMMISSION EUROPEENNE, Commission simplifies rules on sustainability and EU investments, Communiqué de Presse, 26 février 2025.

COMMISSION EUROPEENNE, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable, COM (2021) 390 final, 6 juillet 2021, 28 pages.

COMMISSION EUROPEENNE, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, Le pacte vert pour l'Europe, COM (2019) 640 Final, 11 décembre 2019, 28 pages.

COMMISSION EUROPEENNE, Consultation ciblée sur la mise en œuvre du règlement sur la publication d'informations en matière de finance durable (SFDR), Direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés des capitaux (FISMA), décembre 2023, 44 pages.

COMMISSION EUROPEENNE, Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre, Communiqué de Presse, 8 mars 2018.

EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, TEG Final report on Climate Benchmarks and on Benchmarks' ESG disclosures, septembre 2019, 75 pages.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), EBA Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms, EBA/REP/2021/18, European Banking Authority (EBA), 2021, 166 pages.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), The EBA Roadmap on Sustainable Finance, EBA/REP/2022/30, décembre 2022, 23 pages.

EUROPEAN FINANCIAL REPORTING ADVISORY GROUP (EFRAG), INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS FOUNDATION (IFRS), ESRS–ISSB Standards Interoperability Guidance, mai 2024, 33 pages.

EUROPEAN INSURANCE AND OCCUPATIONAL PENSIONS AUTHORITY (EIOPA), EIOPA Sustainable finance activities 2022-2024, 7 décembre 2021, 4 pages.

EUROPEAN PARLIAMENT, Corporate due diligence rules agreed to safeguard human rights and environment, Communiqué de Presse, 14 décembre 2023.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), Final Report on Greenwashing, Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies, ESMA36-287652198-2699, 4 juin 2024, 82 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), Final Report, Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms, ESMA34-472-440, 14 mai 2024, 58 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), 'Do No Significant Harm' definitions and criteria across the EU Sustainable Finance framework, ESMA30-379-2281, 22 novembre 2023, 14 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), Concept of estimates across the EU Sustainable Finance framework, ESMA30-1668416927-2548, 22 novembre 2023, 7 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), Concepts of sustainable investments and environmentally sustainable activities in the EU Sustainable Finance framework, ESMA30-379-2279, 22 novembre 2023, 11 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY (ESMA), Opinion on the functioning of the Sustainable Finance Framework, ESMA36-1079078717-2587, 24 juillet 2024, 21 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), Orientations sur les noms de fonds contenant des termes liés aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ou à la durabilité, ESMA34-1592494965-657, 21 août 2024, 10 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), Supervisory briefing - Sustainability risks and disclosures in the area of investment management, ESMA34-45-1427, 31 mai 2022, 16 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), The financial impact of greenwashing controversies, ESMA50-524821-3072, décembre 2023, 16 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), ESMA strategy 2023-2028, ESMA22-439-1076, 2022, 32 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), ESMA Sustainable Finance Roadmap, ESMA30-379-1051, 10 février 2022, 36 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), Final report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, ESMA35-43-3172, 23 septembre 2022, 73 pages.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID II, ESMA35-43-3172, 4 mars 2023.

EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES (ESAS), ESAs call for enhanced supervision and improved market practice on sustainability-related claims, Press Release, ESMA71-545613100-2519, 4 juin 2023, 4 pages.

EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES (ESAS), Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 november 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088), Ares (2021)4556843, 14 juillet 2021.

HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (HLEG), Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018.

JOINT COMMITTEE OF EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, Clarifications on the ESAs' draft RTS under SFDR, 2 juin 2022, 12 pages

JOINT COMMITTEE OF EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088, JC 2021 03, 2 février 2021, 195 pages.

JOINT COMMITTEE OF EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, Joint ESAs Opinion on the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) - European Union, JC 2024 06, 18 juin 2024.

JOINT COMMITTEE OF EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, Principal Adverse Impact disclosures under the Sustainable Finance Disclosure Regulation, Annual Report to the Commission under Article 18 of Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector, JC 2024 68, 30 octobre 2024, 59 pages.

MAZZACURATI J., « EU Ecolabel: Calibrating green criteria for retail funds », European Securities and Markets Authority (ESMA), TRV Risk Analysis, 21 décembre 2022, 13 pages.

PARLEMENT EUROPEEN, L'UE interdira l'écoblanchiment et les publicités pour des produits non-durables, Communiqué de presse, 20 septembre 2023.

VORBACH J., Avis du Comité économique et social européen sur le thème «Taxinomie sociale: enjeux et possibilités», 2022/C 486/03, Journal officiel de l'Union européenne, JO C, vol. 486, 21 décembre 2022, 8 pages.

WINTER J., Report of the High-Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, "The Winter Report," European Commission, 2002, 165 pages.

C. SOURCES NATIONALES OFFICIELLES

1. Législations nationales

Article 90 et 90A de Financial Services and Markets Act 2000, Section 90, en vigueur au 30 janvier 2024, Royaume-Uni

Article L 533-22-2-1, Code monétaire et financier

Article L. 214-3, al. 3, Code monétaire et financier

Article L. 211-1 du Code monétaire et financiers

Article L. 228-1 du Code monétaire et financiers

Article L. 225-102-5, Code de commerce.

Article L. 533-13-1, Code monétaire et financier

Article L. 533-22-2-1, Code monétaire et financier

Article L. 621-15, Code monétaire et financier

Article L. 621-15, Code monétaire et financier

Article L. 621-18, al. 3, Code monétaire et financier

Article L. 621-18, al. 3, Code monétaire et financier

Article L. 621-9-II, Code monétaire et financier

Article L. 621-9, Code monétaire et financier

Article L. 465-3-2– I Code monétaire et financier

Article L465-3-2– II Code monétaire et financier

Article L533-22-2-1, Code monétaire et financier

Article L621-1, Code monétaire et financier

Article L. 210-10, Code de commerce

Article L. 121-2, Code de consommation

Articles 1103, Code civil

Articles 1240, Code civil

Articles 1241, Code civil

Articles L.621-9 à L.621-30, Code monétaire et financier

Articles L621-9 à L621-12-1, Code monétaire et financier

Décret n° 2012-557 du 24 avril 2012 relatif aux obligations de transparence des entreprises en matière sociale et environnementale, JUSC1023113D

LOI n° 2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement

LOI n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte

LOI n° 2016-1087 du 8 août 2016 pour la reconquête de la biodiversité, de la nature et des paysages (1)

LOI n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (1)

LOI n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre (1)

LOI n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat

Ordonnance n° 2023-1142 du 6 décembre 2023 relative à la publication et à la certification d'informations en matière de durabilité et aux obligations environnementales, sociales et de gouvernement d'entreprise des sociétés commerciales, JUSC2327648R

2. Autres sources

NEP-9505. Procédures de contrôle interne relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière - Rapport du commissaire aux comptes sur le rapport du président, homologuée par arrêté du 21 juin 2011 publié au J.O. n°0178 du 3 août 2011, https://doc.cncc.fr/docs/nep-95053.

Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), en vigueur au 01 janvier 2024

Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), en vigueur au 31 mars 2024, mars 2024

Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), en vigueur du 31 mars 2025 au 29 juin 2026, 31 mars 2025

Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), en vigueur du 10 janvier 2011 au 20 octobre 2011

3 Rapports, communications et actes non obligatoires des institutions nationales

3.1 Autorité des marchés financiers

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Enquêter et contrôler*, mai 2022, 36 pages, https://www.amf-france.org/fr/lamf/la-regulation-lamf/enqueter-et-controler.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Guide sur les régimes de commercialisation des OPCVM, des FIA et autres fonds d'investissement en France*, Recommandation DOC-2014-04, Version applicable au 2 août 2021, 22 pages, https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2014-04.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), « L'Autorité des marchés financiers (AMF) publie les enseignements de trois actions de supervision sur la finance durable », *Communiqué AMF*, juillet 2024, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lautorite-des-marches-financiers-amf-publie-les-enseignements-de-trois-actions-de-supervision-sur-la.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *La Commission des sanctions*, 5 novembre 2024, https://www.amf-france.org/fr/lamf/notre-organisation/la-commission-des-sanctions.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Le reporting de durabilité CSRD : se préparer aux nouvelles obligations*, février 2024, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/le-reporting-de-durabilite-csrd

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Nos engagements pour la finance durable*, septembre 2022, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/finance-durable.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF*), Nos engagements pour la finance durable*, juillet 2024, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/finance-durable.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Procédures d'agrément, établissement d'un DIC et, le cas échéant, d'un DICI et d'un prospectus et information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France,* Instruction AMF DOC-2011-19, 2011, 59 pages, https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2011-19.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF), *Proposal for minimum environmental standards for financial products belonging to the Art.9 and 8 categories of SFDR : Position paper from the AMF*, 10 février 2023, 4 pages, https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2023-02/AMF%20SFDR%20minimum%20standards%20EN.pdf .

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Reporting de durabilité des sociétés cotées (CSRD) : publication par l'EFRAG et la Commission européenne de guides d'application et de foires aux questions*, octobre 2024, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/reporting-de-durabilite-des-societes-cotees-csrd-publication-par-lefrag-et-la-commission-europeenne.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Comprendre l'investissement socialement responsable (ISR)*, mai 2021, https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/finance-durable/comprendre-linvestissement-socialement-responsable-isr.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières*, Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 27 juillet 2020, 21 pages https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2020-03.

Autorité des marchés financiers (AMF), *Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra-financières*, Recommandation DOC-2020-03, Version applicable au 30 décembre 2024, 25 pages, https://www.amf-france.org/fr/reglementation/doctrine/doc-2020-03.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Éclairages sur le premier reporting taxonomie des sociétés cotées*, novembre 2022, 71 pages, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/eclairages-sur-le-premier-reporting-taxonomie-des-societes-cotees.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), FINANCE CLIMACT, *Rendre compte de son plan de transition climatique au format ESRS Guide pédagogique à destination des entreprises*, février 2024, 102 pages, https://www.amf-france.org/fr/actualites-

publications/publications/guides/guides-professionnels/guide-pedagogique-destination-des-entreprises-pour-rendre-compte-de-leur-plan-de-transition.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Finance durable : quel rôle pour le régulateur ? Feuille de route AMF*, novembre 2018, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/finance-durable-quel-role-pour-le-regulateur-feuille-de-route-amf.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Proposition de critères minimaux environnementaux pour les produits financiers des catégories Art.9 et Art.8 de SFDR*, février 2023, 4 pages, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/positions-ue-de-lamf/proposition-de-criteres-minimaux-environnementaux-pour-les-produits-financiers-des-categories-art9.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants*, 2012, 95 pages, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/rapport-2012-de-lamf-sur-le-gouvernement-dentreprise-et-la-remuneration-des-dirigeants.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Synthèse des contrôles SPOT relative au respect des engagements extra-financiers contractuels des sociétés de gestion de portefeuille*, juin 2023, 53 pages, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/syntheses-des-controles-spot/synthese-des-controles-spot-relative-au-respect-des-engagements-extra-financiers-contractuels-des.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Synthèse des contrôles SPOT relative à l'intégration des risques en matière de durabilité et à la publication d'informations y afférentes par les sociétés de gestion de portefeuille*, juillet 2024, 26 pages https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/syntheses-des-controles-spot/synthese-des-controles-spot-relative-lintegration-des-risques-en-matiere-de-durabilite-et-la.

AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Synthèse des contrôles SPOT sur la documentation à caractère promotionnel d'OPC français et étrangers commercialisés par des distributeurs – focus sur les aspects ESG*, Contrôles SPOT, juillet 2024, 17 pages, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/syntheses-des-controles-spot/synthese-des-controles-spot-sur-la-documentation-caractere-promotionnel-dopc-francais-et-etrangers.

DELEAGE D., « Conclusions des échanges avec le GT de Place autour des obligations des dépositaires à l'égard des contraintes extra-financières des placements collectifs », *AMF*, 15 février 2024, https://www.franceinvest.eu/wp-content/uploads/2024/02/15022024-Courrier-AMF_France-Invest.pdf

3.2 Autorité de contrôle prudentiel et de résolution

AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION (ACPR), *Notre engagement, Nos engagements en faveur de la finance durable et nos engagements RSE,* 27 mars 2025, https://acpr.banque-france.fr/fr/lacpr/notre-engagement.

AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION (ACPR), AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Troisième rapport commun ACPR/AMF : Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place*, 2022, 129 pages, https://acpr.banque-france.fr/troisieme-rapport-commun-acpramf-suivi-et-evaluation-des-engagements-climatiques-des-acteurs-de-la.

AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION (ACPR), AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), *Quatrième rapport commun ACPR/AMF : Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place*, 2023, 84 pages, https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/4eme-rapport-commun-acpr-amf-suivi-et-evaluation-des-engagements-climatiques-des-acteurs-de-la-place.

AUTORITE DE CONTROLE PRUDENTIEL ET DE RESOLUTION (ACPR), *Enquête sur l'intégration des risques en matière de durabilité dans le système de gouvernance sous Solvabilité 2*, Analyses et synthèses, n°171-2025, avril 2025, 36 pages, https://acpr.banque-france.fr/system/files/2025-04/20250407_AS_171_enquete_durabilite.pdf.

3.3 Autres institutions nationales

BANQUE DE FRANCE, *Focus : Les investissements directs*, août 2025, https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/statistiques/les-investissements-directs.

BANQUE DE FRANCE, *La finance durable*, février 2025, https://www.banque-france.fr/system/files/2025-03/la_finance_durable.pdf.

BANQUE DE FRANCE, *La finance responsable*, janvier 2022, https://abc-economie.banque-france.fr/mot-de-lactu/finance-responsable.

BANQUE DE FRANCE, *La finance solidaire*, septembre 2021, https://www.banque-france.fr/system/files/2024-08/mda_finance-solidaire.pdf.

BANQUE DE FRANCE, *La finance verte*, juin 2024, https://www.banque-france.fr/system/files/2024-08/eco-bref_finance_verte.pdf.

BAUDE et al. *«* La France face aux neuf limites planétaires *»*, *Ministère de la transition écologique et de la cohésion des territoires*, octobre 2023, 86 pages, https://www.statistiques.developpement-durable.gouv.fr/edition-numerique/la-france-face-aux-neuf-limites-planetaires/pdf/la-france-face-aux-neuf-limites-planetaires.pdf .

BAUDE et al., « Chiffres clés du climat - France, Europe et Monde », *Direction générale de l'énergie et du climat (DGEC)*, octobre 2023, 96 pages, https://www.statistiques.developpement-durable.gouv.fr/edition-numerique/chiffres-cles-du-climat-2023/.

CADBURY A., *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report)*, London, Gee, Burgess Science Press, 1992, 91 pages.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Supervisory and Regulatory Approaches to Climate-*

related Risks: Final report, octobre 2022, 61 pages, https://www.fsb.org/uploads/P131022-1.pdf .

MINISTERE DE LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE ET DE LA COHESION DES TERRITOIRES, « Adaptation de la France au changement climatique », mai 2023, https://www.ecologie.gouv.fr/adaptation-france-au-changement-climatique .

SVARTZMAN R. et al., « A "Silent Spring" for the Financial System? Exploring Biodiversity-Related Financial Risks in France », *Banque de France*, août 2021, Working Paper, n°826, 95 pages, .

V RÉFÉRENTIELS ET SOURCES SPÉCIALISÉES

A. RÉFÉRENTIELS

Association française d'économie politique (AFEP), Mouvement des Entreprises de France (MEDEF), *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées (Code Afep-Medef)*, décembre 2022.

Capitals Coalition, *Natural Capital Protocol*, 2016.

Direction générale du Trésor, *Référentiel du label ISR*, 3 janvier 2024

Global Sustainability Standards Board (GSSB), *GRI 101: Foundation 2021*, 2021.

Global Sustainability Standards Board (GSSB), *GRI 101: Foundation 2016*, 2016.

Haut comité de gouvernement d'entreprise, *Guide d'application du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, juin 2022.

International Capital Market Association (ICMA), *Green Bond Principles*, juin 2021.

International Capital Market Association (ICMA), *Social Bond Principles (SBP),* juin 2023.

International Capital Market Association (ICMA), *Sustainability Bond Guidelines (SBG),* juin 2021.

International Capital Market Association (ICMA), *Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP)*, 2024.

International Sustainability Standards Board (ISSB), *International Sustainability Standards Board (ISSB) S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*, juin 2023.

International Sustainability Standards Board (ISSB), *International Sustainability Standards Board (ISSB) S2 Climate-related Disclosures*, décembre 2025.

Principles for responsible investment (PRI), *An introduction to responsible investment: stewardship*, 19 février 2021, 10 pages.

Principles for responsible investment (PRI), *An introduction to responsible investment: fixed income,* octobre 15, 2019, 7 pages.

Principles for responsible investment (PRI), *An introduction to responsible investment: listed equity,* 15 octobre 2019, 8 pages.

B. SOURCES SPECIALISÉES

AGENDA 2030, « La COP29 s'achève sur un accord âprement négocié », *Agenda 2030 En*

Fr., 25 novembre 2024, https://www.agenda-2030.fr/a-la-une/actualites-a-la-une/article/la-cop29-s-acheve-sur-un-accord-aprement-negocie.

BLACK S., JAUMOTTE F., ANANTHAKRISHNAN P., « World Needs More Policy Ambition, Private Funds, and Innovation to Meet Climate Goals », *IMFBlog*, 27 novembre 2023, https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/11/27/world-needs-more-policy-ambition-private-funds-and-innovation-to-meet-climate-goals.

BRIGHT F., « An introduction to ISSB's new International Sustainability Disclosure Standards (IFRS SDS) », *Eco-Act*, 26 février 2024, https://eco-act.com/blog/issb-disclosure-standards/ .

C. WILLIAMS, J. FISCH, *Petition to SEC for Rulemaking on Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure*, 9 octobre 2018, https://corpgov.law.harvard.edu/2018/10/09/petition-to-sec-for-rulemaking-on-environmental-social-and-governance-esg-disclosure/

CÁRDENAS M., « The Sustainable Development Agenda: Race to the Top or Race to the Bottom? », *Center For Global Development*, novembre 2019, https://www.cgdev.org/blog/sustainable-development-agenda-race-top-or-race-bottom.

CHEN J., « Benchmarks: Definition, Types, and How to Use Them in Investing », *Investopedia*, avril 2024, https://www.investopedia.com/terms/b/benchmark.asp.

CHEN J., « Income Statement: How to Read and Use It », *Investopedia*, 14 décembre 2023, https://www.investopedia.com/terms/i/incomestatement.asp.

COLUMBIA LAW SCHOOL, « Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot », *Grantham Research Institute on climate change and the environment*, juin 2024.

COTULA L., « Rethinking investment treaties to advance human rights », *International Institute for Environment and Development (IIED)*, septembre 2016.

COTULA L., « Traités d'investissement et développement durable : protection des investissements », *Institut international pour l'environnement et le développement (IIED)*, mai 2014.

DE LA GARANDERIE D. et al., « Comply or explain : Guide pratique de mise en œuvre », *Institut Français des Administrateurs (IFA)*, avril 2013.

DELATTRE I., « La controverse : première matérialisation d'un risque ESG », *Crédit Mutuel Asset Management*, mai 2021, https://www.creditmutuel-am.eu/fr/non-professionnels/actualites/billets-de-la-finance-responsable/559/index.html.

DUCOULOMBIER F., « The proposed extension of the EU Ecolabel for retail funds needs a rethink », *EDHEC-Risk Climate Impact Institute*, mai 2023, https://climateimpact.edhec.edu/proposed-extension-eu-ecolabel-retail-funds-needs-rethink.

FERNANDO J., « Balance Sheet: Explanation, Components, and Examples », *Investopedia*, 31 janvier 2024, https://www.investopedia.com/terms/b/balancesheet.asp.

FERNANDO J., « What Are Index Funds, and How Do They Work? », *Investopedia*, Guide to Index Fund Investing, mai 2024, https://www.investopedia.com/terms/i/indexfund.asp.

FIELOUX AVOCATS, « CSRD : nouvelles responsabilités des commissaires aux comptes et auditeurs tiers », *Entreprise*, février 2024, https://fieloux.com/csrd-resp-commissaires-aux-comptes-et-auditeurs-tiers/.

FINANCE FOR BIODIVERSITY FOUNDATION, *Aligning financial flows with biodiversity goals and targets - Part 1*, 16 février 2022, https://www.financeforbiodiversity.org/publications/aligning-financial-flows-with-biodiversity-goals-and-targets/.

FINANCE FOR BIODIVERSITY FOUNDATION, *Aligning financial flows with biodiversity goals and targets – Part 2*, 13 juin 2022, https://www.financeforbiodiversity.org/publications/aligning-financial-flows-with-biodiversity-goals-and-targets-part-2/.

FINANCE FOR BIODIVERSITY FOUNDATION, *Aligning financial flows with biodiversity goals and targets – Part 3*, 2 décembre 2022, https://www.financeforbiodiversity.org/publications/aligning-financial-flows-with-biodiversity-goals-and-targets-part-3/.

GELFMAN-RANDAZZO J., « How "Woke Capitalism" Became a Right-Wing Obsession », *Environmental, Social and Governance (ESG) Initiative*, 31 janvier 2024, https://esg.wharton.upenn.edu/homepage/how-woke-capitalism-became-a-right-wing-obsession/.

GLUSHCHENKO I., DUGGAL K.A.N., « Human Rights in Investment Claims », *Jus Mundi*, 7 octobre 2024, https://jusmundi.com/en/document/publication/en-human-rights-in-investment-claims.

HACHE E., BARNET C., SECK G., « Le lithium dans la transition énergétique : au-delà de la question des ressources ? », *IFP Energies nouvelles*, 2 octobre 2021, https://www.ifpenergiesnouvelles.fr/article/lithium-transition-energetique-au-dela-question-des-ressources.

HEILBRONER R.L., BOETTKE P.J., « Capitalism », *Britannica Money*, 29 décembre 2023, https://www.britannica.com/money/capitalism.

KERR C., « Who are the main trading market participants? », *Euronext*, 3 octobre 2023, https://www.euronext.com/fr/news/qui-sont-les-principaux-acteurs-du-marche-de-la-negociation.

KOPP C.M., « Middle Office Definition and Function in Financial Services Firms », *Investopedia*, 16 mars 2024, https://www.investopedia.com/terms/m/middleoffice.asp.

LAFFITTE O., « Greenwashing… une nouvelle forme de délinquance financière ! », *ESG Legal, Observatoire du Droit de la Finance Durable*, février 2024, https://www.frenchsif.org/isr_esg/wp-content/uploads/ESG-LEGAL-fevrier-2024.pdf .

LAFFITTE O., « Les nouveaux risques juridiques de l'article 29 de la Loi Énergie-Climat », *ESG Legal, Observatoire du Droit de la Finance Durable,* septembre 2021,

https://www.frenchsif.org/isr_esg/wp-content/uploads/sept-21-ESG-Legal-La-Newsletter-du-Droit-de-la-Finance-Durable.pdf .

LE SOURD V., « Does ESG investing improve risk-adjusted performance? », *EDHEC-Risk Climate Impact Institute*, 12 octobre 2022, https://climateimpact.edhec.edu/does-esg-investing-improve-risk-adjusted-performance.

LENOIR N., « L'écoblanchiment, une pratique à hauts risques », *Monde Droit*, 22 novembre 2022, https://www.lemondedudroit.fr/decryptages/84569-ecoblanchiment-pratique-hauts-risques.html.

LLORET-BAVAI P.-A. et al., « Théorie du donut, économie régénérative : de la théorie à la pratique en entreprise ! », *2tonnes*, 18 novembre 2024, https://www.2tonnes.org/post/theorie-donut-economie-regenerative-entreprise.

MANNELLA D., « Le « comply or explain » (enfin !) détaillé : proposition de recommandation de l'UE », *Bulletin de droit économique*, Centre d'études en droit économique, Université Laval, juillet 2014.

MARTINEZ C., « Effects of Materiality and Assurance of Environmental and Social Disclosures on Analysts' Forecast Accuracy », *Indépendent*, 12 octobre 2016.

MEIKSINS WOOD E., « Capitalism and Social Rights », *Against the Current.*, n°140, mai-juin 2009.

MORNINGSTAR, *Qu'est-ce que la valeur liquidative ?,* Investing ABC, 1er octobre 2013, https://www.morningstar.fr/fr/news/113251/quest-ce-que-la-valeur-liquidative-.aspx.

MURPHY C.B., « Cash Flow Statement: What It Is and Examples », *Investopedia*, 26 janvier 2024, https://www.investopedia.com/investing/what-is-a-cash-flow-statement/.

NORMAN G. et al., « Q&A: The EU Corporate Sustainability Reporting Directive – To Whom Does It Apply and What Should EU and Non-EU Companies Consider? », *Skadden Publication*, 9 octobre 2023, https://www.skadden.com/insights/publications/2023/10/qa-the-eu-corporate-sustainability-reporting-directive.

OLIPHANT M., « Celebrating 10 years of the ICMA Green Bond Principles: Growth, updates and the Loch Ness Monster », *The International Stock Exchange (TISE) Sustainable*, juin 2024, https://tisegroup.com/news/2024/celebrating-10-years-of-the-icma-green-bond-principles-growth-updates-and-the-loch-ness-monster/.

OOSTERHOFF D., « Repurposing the benefit test: allocating the costs of ESG investments », *EY*, https://www.ey.com/en_nl/tax/allocating-the-costs-of-sustainability-investments.

PRASAD E., RAJAN R., SUBRAMANIAN A., « Le paradoxe des flux de capitaux », *Finances & Développement*, mars 2007, https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2007/03/pdf/prasad.pdf.

PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Plus des deux tiers des investisseurs accordent une grande importance à l'ESG dans leur stratégie d'investissement pour créer de la valeur,* décembre 2023, https://www.pwc.fr/fr/espace-presse/communiques-de-presse/2023/decembre/global-private-equity-responsible-investment-survey.html.

PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Global CSRD Survey 2024*, juin 2024, https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/global-csrd-survey.html.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI), *Statement on ESG in credit risk and ratings*, 2019, https://public.unpri.org/credit-risk-and-ratings/statement-on-esg-in-credit-risk-and-ratings-available-in-different-languages/77.article .

QAYYUM R., « Green, Blue, Pink and Social Corporate Washing », *ESG Analytics*, 29 mars 2022, https://esganalytics.io/insights/social-green-blue-pink-washing.

SCHMIDT M., « Using Quantitative Investment Strategies » *Investopedia*, 12 avril 2024, https://www.investopedia.com/articles/trading/09/quant-strategies.asp.

SMITH A., « Can Human Rights And Capitalism Ever Be Truly Compatible? », *Human Rights Pulse*, 26 avril 2021, https://www.humanrightspulse.com/mastercontentblog/can-human-rights-and-capitalism-ever-be-truly-compatible.

SMITH N., « Neoliberalism », *Britannica Money*, Political and social science, 16 février 2024, https://www.britannica.com/money/neoliberalism.

SONNENFELD J. et al., « Yale CELI List of Companies Leaving and Staying in Russia », *Yale School of Management*, 28 janvier 2024, https://som.yale.edu/story/2022/over-1000-companies-have-curtailed-operations-russia-some-remain.

TAGANOVA T., « Deciphering the DNSH: What is the difference between EU Taxonomy and SFDR Regulations for Sustainable Investing? », *Briink*, 19 janvier 2023, https://www.briink.com/post/dnsh-difference-between-eu-taxonomy-and-sfdr.

TONELLO M., « 2023 Biodiversity Disclosures in the Russell 3000 and S&P 500 », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 9 janvier 2024, https://corpgov.law.harvard.edu/2024/01/09/2023-biodiversity-disclosures-in-the-russell-3000-and-sp-500/.

TONELLO M., « Corporate Climate Disclosures and Practices: Risk, Emissions, and Targets », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 3 mai 2025, https://corpgov.law.harvard.edu/2025/05/03/corporate-climate-disclosures-and-practices-risk-emissions-and-targets/.

TUDDENHAM M., « Guide du Citepa des enjeux de la COP-29 : l'essentiel pour comprendre le contexte des négociations », *Citepa*, 8 novembre 2024, https://www.citepa.org/guide-du-citepa-des-enjeux-de-la-cop-29-lessentiel-pour-comprendre-le-contexte-des-negociations/.

VAN DER MEER J., « European Green Bond Regulation », *Clifford Chance, European capital markets monthly briefing series*, juin 2022, https://www.cliffordchance.com/content/cliffordchance/briefings/2022/06/european-green-bond-regulation-.html.

C. RAPPORTS DES ORGANISMES SPÉCIALISÉS

ADAMS C.A. et al., « The double-materiality concept. Application and issues », *Global Reporting Initiative*, 31 mai 2021, 12 pages, https://www.globalreporting.org/media/jrbntbyv/griwhitepaper-publications.pdf.

ASSOCIATION FRANÇAISE DE LA GESTION FINANCIERE (AFG), DELOITTE, *Guide professionnel, Loi Énergie-Climat application aux sociétés de gestion de l'article 29, (décret d'application n° 2021-663 du 27 mai 2021), Décryptage et mise en contexte*, mai 2022, 44 pages.

ASSOCIATION FRANÇAISE DE LA GESTION FINANCIERE (AFG), EUROSIF, FORUM POUR L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE (FIR), *Code de transparence pour les fonds ISR ouverts au public*, 2018, 16 pages, https://www.afg.asso.fr/code-de-tranparence-isr/.

ASSOCIATION FRANÇAISE DE LA GESTION FINANCIERE (AFG), *Principes de définition cadre de l'investissement durable au sens de SFDR*, mars 2023, 10 pages, https://www.afg.asso.fr/app/uploads/2023/04/note-si-v2023-fr-vf.pdf.

BIOY H. et al., « Global Sustainable Fund Flows: Q3 2024 in Review, The flow recovery continues but remains timid », *Morningstar*, octobre 2024, 41 pages.

BIOY H. et al., « Investing in Times of Climate Change 2022 », *Morningstar*, avril 2022, 48 pages.

BIOY H., WANG B., CARABIA A., « SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q3 2022 in Review: Managers downgrade more Article 9 funds ahead of 2023 enhanced disclosure regime », *Morningstar,* 27 octobre 2022, 34 pages.

BURGER M., TIGRE M., « Global Climate Litigation Report: 2023 Status Review », *Sabin Center for Climate Change Law*, 1er juillet 2023, 57 pages.

CHOUHAN N., HARRISON C., SHARMA D., « Global State of the Market Report 2023 », *Climate Bonds Initiative*, mai 2024, 30 pages, https://www.climatebonds.net/resources/reports/global-state-market-report-2023.

COCKAYNE J., RODRÍGUEZ-HUERTA E., BURCU O., « 'The Energy of Freedom'? Solar Energy, Modern Slavery and the Just Transition », *University of Nottingham Rights Lab*, novembre 2021, 63 pages, https://www.nottingham.ac.uk/research/beacons-of-excellence/rights-lab/research-projects/solar-energy-modern-slavery-and-the-just-transition.aspx.

DAY T. et al., « Corporate Climate Responsibility Monitor 2024 », *New Climate Institute*, avril 2024, 163 pages, https://newclimate.org/sites/default/files/2024-08/NewClimate_CCRM2024.pdf.

DELOITTE, *Adoption of IFRS Sustainability Disclosure Standards by jurisdiction*, 14 mars 2025, 12 pages, https://dart.deloitte.com/iGAAP/pdf/bb0dbb96-6b4c-44d6-ab18-0b213ac9a583.

EUROSIF, *EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose Eurosif*

Policy Recommendations for Article 8 & 9 product labels, juin 2022, 21 pages, https://www.eurosif.org/news/eurosif-report-2022/.

FEDERATION INTERNATIONALE DES LIGUES DES DROITS DE L'HOMME (FIDH), *Entreprises et violations des droits de l'Homme : Un guide sur les recours existants à l'attention des victimes et ONGs*, 3 décembre 2012, 597 pages, https://www.fidh.org/fr/themes/entreprises-droits-humains-et-environnement/responsabilite-des-entreprises/Entreprises-et-violations-des .

FINANCE FOR TOMORROW, *Définition de la finance à impact*, septembre 2021, 60 pages, https://institutdelafinancedurable.com/wp-content/uploads/2023/09/Finance-for-Tomorrow-Definition-de-la-finance-a-impact-Septembre-2021-5.pdf .

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *What constitutes an explanation under "comply or explain"?*, Report of discussions between companies and investors, février 2012, 10 pages, https://media.frc.org.uk/documents/Report_of_discussions_between_companies_and_investors.pdf.

FORUM POUR L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE (FIR), FRANCE INVEST - ASSOCIATION DES INVESTISSEURS POUR LA CROISSANCE, *Investissement à impact – Une définition exigeante pour le coté et le non coté*, mars 2021, 19 pages, https://www.frenchsif.org/isr_esg/publication/investissement-a-impact-une-definition-exigeante-pour-le-cote-et-le-non-cote/.

GARD J., « ESG Fund Downgrade Accelerates », *Morningstar UK*, 2 février 2023, https://www.morningstar.co.uk/uk/news/231438/esg-fund-downgrade-accelerates.aspx.

GILBERT J., « Les droits humains comme prisme d'analyse de la transition écologique », *Agence française de développement*, mai 2024, n°314, 53 pages, https://www.afd.fr/fr/ressources/les-droits-humains-comme-prisme-danalyse-de-la-transition-ecologique.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (GIIN), *Holistic portfolio construction with an impact lens: a vital approach for institutional asset owners in a changing world*, décembre 2023, 15 pages, https://thegiin.org/publication/research/holistic-portfolio-construction-with-an-impact-lens-a-vital-approach-for-institutional-asset-owners-in-a-changing-world/

HARNAY S., SACHS T., DECKERT K. et al., « L'efficacité des codes de gouvernance – Perspectives comparées et pluridisciplinaires », *Université Paris Nanterre*, Rapport pour le GIP Mission de recherche Droit et Justice, septembre 2017, 333 pages.

HERWEIJER C. et al., « Nature Risk Rising: Why the Crisis Engulfing Nature Matters for Business and the Economy », *World Economic Forum*, New Nature Economy series, janvier 2020, 36 pages, https://www.weforum.org/publications/nature-risk-rising-why-the-crisis-engulfing-nature-matters-for-business-and-the-economy/.

RISKMETRICS GROUP, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 2009, 199 pages https://www.guberna.be/en/know/study-monitoring-and-enforcement-practices-corporate-governance-member-states.

SMIT S. et al., « Net Zero Stocktake 2024», Net Zero Tracker, septembre 2024, 67 pages.

STAPLETON P., O'DWYER E., DE NICOLAY M.-A., « Guide to the EU Sustainable Disclosure Regulation », *Alternative Investment Management Association Limited (AIMA)*, Maples Group, 2020, 34 pages, https://maples.com/en/knowledge-centre/2020/11/guide-to-the-eu-sustainable-disclosure-regulation.

TONY'S CHOCOLONELY, *Tony's Chocolonely Annual FAIR Report 2023/2024*, 219 pages, https://online.flippingbook.com/view/189607595?sharedOn=.

TOTAL ENERGIES, *Document d'enregistrement universel 2023*, 29 mars 2024, 675 pages, https://totalenergies.com/fr/actionnaires/publications-et-informations-reglementees/informations-reglementees/rapports-annuels.

VANDELOISE V., « A guide to the next sustainable finance agenda Limitations of the current framework and recommendations for an effective transition », *Finance Watch*, janvier 2024, 64 pages, https://www.finance-watch.org/wp-content/uploads/2024/01/a-guide-to-the-next-sustainable-finance-agenda.pdf.

WALK FREE, *The Global Slavery index*, 2023, 326 pages, https://www.walkfree.org/global-slavery-index/downloads/.

WERLE N.-P., JOYEUX R., WILLIAMS C., « Les banques européennes et la transition : l'heure du bilan », *Reclaim Finance*, 7 novembre 2024, 19 pages, https://reclaimfinance.org/site/2024/11/07/les-banques-europeennes-et-la-transition-lheure-du-bilan/.

VI AUTRES SOURCES

MENETREY S., *L'amicus curiae vers un principe de droit international procédural ?*, Thèse de doctorat, Paris 2, 1er janvier 2008, https://theses.fr/2008PA020075.

VII JURISPRUDENCE

A. JURISPRUDENCE INTERNATIONALE

CEDH, Chambre, *affaire Airey c. Irlande*, Requête n° 6289/73, arrêt du 9 octobre 1979.

CEDH, Chambre, *affaire Boudaïeva Et Autres c. Russie*, Requêtes n°s 15339/02, 11673/02, 15343/02, 20058/02, 21166/02, arrêt du 20 mars 2008.

CEDH, Chambre, *affaire Verein KlimaSeniorinnen Schweiz et autres c. Suisse*, Requête n° 53600/20, arrêt du 9 avril 2024.

CEDH, Chambre, *affaire X et Y c. Pays- Bas*, Requête n° 8978/80, arrêt du 26 mars 1985.

CEDH, Grande Chambre, *affaire M. Özel Et Autres c. Turquie*, Requêtes n°s 14350/05,

15245/05, 16051/05, arrêt du 17 novembre 2015.

CEDH, Grande Chambre, *affaire Öneryildiz c. Turquie*, Requête n° 48939/99, arrêt du 30 novembre 2004.

CIDH, *affaire Miskito Divers (Lemoth Morris et al.) c. Honduras*, arrêt du 31 août 2021.

CIDH, *affaire Peuple autochtone U'wa et ses membres c. Colombie*, arrêt du 4 juillet 2024.

CIDH, *avis consultatif 32/25*, 3 juillet 2025.

CIRDI, *affaire Antoine Goetz et consorts c. République du Burundi*, n° ARB/95/3, sentence du 10 février 1999.

CIRDI, *affaire Biwater Gauff Limited c. United Republic of Tanzania,* n° ARB/05/22 :

- pétition *amicus curiae* du 27 novembre 2006.
- décision sur la compétence du 2 février 2007.
- décision sur responsabilité du 24 juillet 2008.

CIRDI, *affaire Burlington Resources Inc. c. République d'Equateur*, n° ARB/08/5, décision sur la demande reconventionnelle du 17 février 2017.

CIRDI, *affaire Philip Morris Brands Sarl, Philip Morris Products S.A. et Abal Hermanos S.A. c. la République orientale de l'Uruguay*, n° ARB/10/7, sentence du 8 juillet 2016.

CIRDI*, affaire Piero Foresti, Laura de Carli & Autres c. République d'Afrique de Sud,* n° ARB(AF)/07/01 :

- avis de requête, demande d'admission à titre d'*amicus curiae* du 30 juin 2009.
- sentence du 4 août 2010.

CIRDI, *affaire Total SA c. Argentine*, n° ARB/04/01, décision sur responsabilité du 27 décembre 2010.

CIRDI, *affaire Urbaser S.A., Consorcio de Aguas Bilbao Bizkaia, Bilbao Biskaia Ur Partzuergoa c. Argentine*, n° ARB/07/26, sentence du 8 décembre 2016.

CIRDI/CNUDCI, *Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona, SA et Vivendi Universal, SA c. Argentine*, aff. n° ARB/03/19, décision sur responsabilité du 30 juillet 2010.

CNUDCI*, affaire Philip Morris Asia Limited c. Commonwealth d'Australie,* CPA n° 2012-12, sentence sur la compétence et la recevabilité du 17 décembre 2015.

Commission Africaine des Droits de l'Homme et des Peuples, *affaire Social and Economic Rights Action Center, Center for Economic and Social Rights c. Nigeria,* Communication 155/96, 30e Session Ordinaire, Banjul, Gambie du 13 octobre 2001.

CIJ, Réparations des dommages subis au service des Nations Unis, avis du 11 avril 1949.

B. JURISPRUDENCE NATIONALE

Conseil constitutionnel, Décision n° 2021-979 QPC du 11 mars 2022, Recours incident du président de l'Autorité des marchés financiers contre les décisions de la commission des sanctions.

Cour administrative d'appel Versailles, 3ème chambre, 27 novembre 2018, n° 17VE00637.

Cour d'appel d'Aix en Provence, 11 octobre 2018, n° 15/19117.

Cour d'appel d'Amiens, *Tarification*, 18 novembre 2022, n° 22/01369.

Cour d'appel de Paris, Pôle 6 - Chambre 7, 15 décembre 2022, n° 20/01991.

Cour d'appel de Paris, Pôle 5 - Chambre 12, 18 juin 2024, n° 23/14348.

Cour d'appel de Paris Pôle 5 - Chambre 12, 18 juin 2024, n° 21/22319.

Cour d'appel de Paris, Pôle 5 - Chambre 12, 18 juin 2024, n° 23/10583.

Cour d'appel de Versailles, 22 mars 2013, n° 11/05331.

Cour de cassation, 21 janvier 2014, n° 12-25443.

Cour de cassation, Chambre sociale, 4 juillet 2023, n° 23-70.004, Inédit.

Tribunal de la Haye, *Milieudefensie et al. v. Royal Dutch Shell plc*, 26 mai 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5339.

Tribunal judiciaire de Paris, 28 février 2023, n° 22/53942.

Tribunal Judiciaire de Paris, Ordonnance du 6 juillet 2023, RG n° 22/03403

Tribunal judiciaire de Paris, *Notre Affaire à Tous Les Amis de la Terre, et Oxfam France c. BNP Paribas*, assignation du 13 juin 2023.

United States District court for the Northern District of Texas Dallas division, *In re Exxon Mobil Corporation Derivative Litigation*, 13 août 2021, n° 3:19-cv-01067.

United States District of Columbia Circuit, *John Doe 1 et al v Apple et al,* 5 mars 2024, n° 21-7135.

Index

Dans l'index, les numéros renvoient aux numéros de page.

A

Absence de préjudice significatif (en anglais *Do Not Significant Harm – DNSH)* : 137, 161, 260, 317
Accord de Paris : 39, 62, 94, 97, 98, 105, 113, 115, 120, 122, 125, 128, 180, 181, 194, 211, 280, 286, 288, 339, 347, 350
Acteurs économiques : 21, 22, 23, 24, 26, 28, 35, 39, 40, 52, 62, 78, 79, 141, 220, 222, 223, 301, 303, 304, 310, 320, 342, 344, 358, 360, 364, 372, 377, 380, 383, 390
Acteurs financiers : 17, 21, 22, 23, 25, 37, 38, 40, 42, 45, 46, 52, 54, 58, 60, 90, 107, 111,112, 120, 125, 126, 128, 129, 131, 134, 156, 180, 181, 185, 186, 187, 200, 208, 225, 235, 236, 249, 252, 253, 265, 266, 275, 278, 290, 291, 293, 295, 299, 301, 302, 304, 305, 308, 314, 317, 319, 320, 321, 323, 325, 330, 334, 335, 336, 337, 339, 342, 343, 344, 353, 354, 355, 357, 359, 360, 361, 376, 385, 386, 387, 388, 390, 391
Acteurs des marchés financiers : 21, 22, 43, 60, 65, 67, 75, 112, 124, 125, 126, 128, 129, 219, 220, 229, 384
Action (classe d'actif) : 22, 23, 147, 158, 161, 168, 169, 171, 172, 173, 276, 343, 372, 375
Actionnaire : 37, 38, 46, 49, 52, 53, 56, 57, 75, 79, 87, 88, 95, 116, 134, 163, 164, 165, 171, 172, 194, 205, 206, 243, 245, 277, 301, 305, 352, 360, 374, 375
Activisme actionnarial : 85, 163, 165, 301
Additionnalité : 159, 160, 161, 172, 179, 376
Allocation : 56, 65, 67, 68, 107, 108, 120, 134, 147, 148, 163, 178, 179, 184, 194, 201, 214, 250, 284, 292
Amicus curiae : 19, 364, 369, 370
Analyse extra-financière ou ESG : 131, 134, 156, 175, 182, 206
Analyse financière : 78, 79, 131, 132, 156, 197,
Appliquer ou expliquer (en anglais *comply or explain*) : 58, 127, 128, 183, 224, 225, 226, 227, 228, 229, 230, 232, 234, 235, 236, 237, 238, 239, 240, 241, 244, 245, 246, 247, 248, 251, 252, 262, 267, 293, 294, 302, 388
Arbitrage (mécanisme de règlement des différends) : 19, 364, 365, 367, 369, 370
Assemblées générales : 163, 165, 301, 375, 380
Audit : 12, 34, 54, 78, 103, 131, 149, 185, 191, 195, 197, 227, 246, 247, 257, 304, 305, 310, 311, 312, 323, 327, 330, 331, 332, 334, 336, 382, 386
Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) : 264, 265, 315, 321 337
Autorité des marchés financiers (AMF) : 166, 238, 242, 244, 246, 252, 254, 264, 265, 308, 315, 320, 321, 322, 323, 324, 325, 326, 327, 328, 329, 330, 331, 332, 333, 334, 335, 336, 337, 339, 340, 356, 386
Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) : 184, 186, 192, 197, 272, 279, 290 ,291, 300, 308, 316, 317, 324, 325, 338, 356

Avis consultatif : 27, 116, 117

B

Biodiversité : 34, 38, 42, 49, 53, 79, 93, 97, 102, 122, 125, 129, 131, 136, 159, 176, 207, 208, 216, 220, 255, 264, 265, 317, 359, 360, 387
Bourse : 22, 23, 24, 37, 57, 62, 95, 125, 127, 147, 157, 158, 168, 173, 174, 177, 178, 191, 204, 206, 218, 227, 231, 270, 297, 298, 305, 320, 323, 333, 364, 374, 375

C

Capital : 22, 23, 62, 65, 67, 68, 73, 163, 207, 374, 375, 376
- **Capital humain** : 37, 49, 80, 206
- **Capital naturel** : 37, 38, 71, 79, 80, 122, 208, 371

Capitalisme : 62, 63, 66, 67, 68, 71, 73, 74, 76, 77, 78, 81, 83, 84, 89, 93, 101, 199
Chaîne d'approvisionnement : 12, 20, 30, 34, 35, 44, 45, 53, 54, 103, 104, 105, 131, 144, 188, 257, 258, 303, 312, 345, 359, 382
Chaîne de valeur : 13, 20, 22, 30, 34, 44, 45, 257, 258, 302, 345, 359
Changement climatique / Dérèglement climatique : 11, 13, 26, 32, 34, 39, 42, 53, 56, 64, 73, 77, 80, 93, 94, 95, 96, 97, 98, 99, 100, 102, 103, 106, 107, 108, 113, 114, 115, 116, 117, 118, 119, 122, 123, 129, 131, 136, 139, 152, 157, 159, 176, 180, 189, 212, 216, 219, 220, 221, 223, 255, 264, 268, 288, 299, 317, 321, 347, 349, 379, 387, 392
Classe d'actifs : 141, 158, 161, 164, 167, 168, 173, 174, 179, 372, 386
Communication : 35, 62, 109, 116, 125, 146, 147, 164, 167, 168, 180, 181, 189, 190, 196, 199, 223, 233, 246, 254, 296, 310, 315, 324, 328, 330, 352, 354, 360,
Compétence : 52, 56, 82, 149, 237, 246, 248, 274, 304, 306, 308, 323, 334, 335, 340, 348, 359, 365, 366, 367, 372, 390
- **Compétence matérielle** : 187, 361, 366
- **Compétence personnelle** : 359, 361, 366
- **Compétence temporelle** : 187
- **Compétence territoriale** : 52, 187, 359, 360, 361

Conférence des Parties de l'ONU (COP) : 41, 99, 114, 221, 378
Conseillers en investissements financiers : 270, 335
Contentieux : 118, 365, 377, 379, 380
Contrainte : 16, 32, 47, 53, 54, 57, 70, 71, 89, 126, 141, 150, 151, 167, 172, 183, 184, 191, 200, 201, 202, 207, 220, 222, 223, 224, 225, 229, 232, 233, 239, 251, 264, 266, 283, 285, 287, 293, 306, 308, 309, 342, 343, 371, 386, 387, 391
Controverse : 24, 79, 152, 174, 204, 205, 206, 286, 296, 297, 298, 300, 374, 375, 380
***Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD),** 45, 58, 348
***Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD),** 43, 58, 144, 145, 182, 186, 188, 213, 225, 237, 246, 247, 248, 252, 257, 261, 262, 266, 267, 269, 277, 278, 289, 290, 304, 310, 311, 312, 322, 332, 352, 388
Couple rendement-risque : 165, 169, 170, 179
Croissance : 17, 35, 46, 57, 63, 64, 65, 68, 72, 74, 77, 80, 83, 84, 100, 108, 122, 128, 129, 137, 142, 157, 158, 159, 160, 172, 174, 180, 181, 199, 200, 202, 207, 212, 218, 276, 282, 293, 334, 384, 387, 391

D

Décision d'investissement : 33, 40, 43, 48, 65, 79, 85, 86, 91, 109, 111, 112, 120, 126, 134, 142, 143, 145, 147, 148, 150, 155, 159, 164, 165, 169, 174, 175, 187, 193, 196, 198, 205, 213, 215, 229, 230, 231, 232, 233, 236, 279, 308, 324, 353, 371, 375, 376, 389
Demande reconventionnelle : 19, 364, 365, 366, 367, 368
Dépendance : 11, 82, 139, 208, 209, 264

Dépense d'investissement de capital (en anglais *Capital Expenditure* CAPEX) : 137, 194, 260, 275
Dépenses d'exploitation (en anglais *Operational expenditure* OPEX) : 137, 260, 275
Développement durable : 11, 13, 17, 18, 19, 29, 30, 33, 34, 35, 37, 40, 43, 49, 53, 57, 64, 65, 80, 86, 87, 99, 100, 104, 106, 107, 110, 111, 120, 123, 126, 134, 135, 144, 146, 147, 148, 149, 157, 159, 171, 177, 180, 192, 208, 212, 217, 220, 223, 249, 260, 288, 384
Devoir de vigilance : 20, 28, 35, 42, 43, 44, 45, 57, 58, 103, 104, 105, 134, 262, 263, 267, 289, 290, 293, 297, 311, 345, 346, 347, 348, 349, 350, 353, 377, 378, 381
Diligence raisonnable : 12, 30, 35, 43, 45, 105, 112, 119, 126, 145, 146, 229, 254, 277, 285, 376
Directive : 21, 22, 23, 28, 35, 43, 45, 52, 104, 105, 109, 110, 134, 163, 164, 168, 182, 186, 188, 213, 224, 227, 237, 247, 257, 258, 305, 311, 312, 348, 349, 381
Divulgation : 34, 43, 118, 142, 207, 239, 241, 244, 248, 254, 267, 299, 307, 375
Doctrine : 69, 91, 166, 175, 243, 252, 254, 308, 321, 324, 325, 327, 328, 333, 334, 356
Droits socio-économiques : 11, 35, 60, 82

E

Écoblanchiment (en anglais *green washing*) : 40, 91, 129, 178, 183, 185, 186, 189, 190, 211, 229, 254, 260, 278, 286, 287, 290, 294, 295, 300, 301, 304, 315, 316, 319, 322, 323, 324, 339, 345, 350, 351, 352, 356, 360, 361, 390
Écosystème : 37, 97, 199, 208, 209, 215, 384
Émetteur : 22, 137, 152, 173, 174, 175, 176, 177, 178, 186, 195, 202, 283, 284, 321, 351, 361
Émission (titre) : 158, 173, 178, 282, 283, 284, 321, 373
Encadrement : 18, 52, 122, 129, 165, 181, 195, 239, 240, 241, 264, 287, 294, 314, 365
Engagement (en anglais *stewardship*) : 129, 131, 151, 160, 161, 163, 164, 165, 169, 174, 179,
Engagement unilatéral : 33, 42, 45, 46, 344, 386
Environnement sain : 35, 60, 113, 114, 116, 117, 118, 344
Entreprise d'investissement : 21, 22, 60, 110, 124, 125, 126, 129,
Épargnant : 109, 120, 126, 191, 193, 199, 231, 268, 269, 271, 292, 322, 355, 389
Esclavage moderne, 12, 85, 101, 103, 217, 297
Éthique : 11, 25, 33, 34, 37, 42, 44, 46, 50, 54, 57, 59, 61, 62, 64, 66, 77, 78, 80, 81, 85, 86, 89, 90, 110, 111, 118, 119, 131, 139, 143, 150, 152, 199, 207, 223, 225, 251, 259, 296, 298, 355, 384, 385, 392
Externalité : 71, 75, 78, 79, 159, 160, 161, 162, 188, 203, 214, 215, 217

F

Facteurs de durabilité : 34, 38, 40, 42, 43, 44, 55, 56, 57, 92, 110, 111, 112, 120, 126, 129, 131, 134, 139, 142, 144, 145, 146, 147, 148, 149, 150, 151, 152, 181, 185, 188, 189, 213, 214, 215, 229, 230, 231, 232, 233, 235, 236, 237, 243, 249, 257, 259, 261, 262, 269, 270, 271, 273, 274, 275, 278, 306, 311, 312, 316, 318, 319, 342, 348, 373, 375, 385, 386, 388, 389, 391, 392
Finance :
- **Finance à impact** : 79, 376
- **Finance solidaire** : 33, 34
- **Finance verte** : 33, 34, 67

Flux financiers : 13, 98, 99, 122, 354, 379
Fournisseurs : 42, 54, 87, 90, 103, 158, 164, 196, 197, 257, 258, 279, 332, 345, 349, 350, 361, 382,

G

Garanties minimales : 35, 49, 137, 170, 218, 260
Gouvernance d'entreprise : 34, 44, 56, 224, 226, 227, 235, 236, 238, 241, 242, 243, 244, 246, 251, 302
Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) : 94, 96, 288

H

Harmonisation : 53, 104, 182, 187, 236, 315, 317, 349
Hybride : 15, 32, 60, 127, 230, 234, 241, 387,

I

Incidences négatives : 35, 40, 43, 45, 55, 56, 60, 80, 88, 92, 112, 126, 127, 137, 139, 145, 156, 159, 161, 162, 187, 188, 194, 213, 214, 215, 229, 230, 231, 233, 252, 253, 254, 270, 271, 273, 275, 277, 287, 291, 316, 317, 329, 338, 348, 351, 378, 389
Indicateur de durabilité : 127, 134, 162**,** 175, 188, 213, 233, 153, 254, 271, 275, 291, 329, 33, 338, 389
Indice de référence : 110, 210, 211, 279, 280, 286, 287, 339
Inflation normative : 42, 53, 139, 293
Institution financière : 85, 110, 122, 123, 221, 265, 301, 315, 339, 373
Intentionnalité : 159, 160, 161, 376
Intérêt général : 18, 57, 69, 80, 83, 84, 195, 218, 299, 363
International Capital Market Association (ICMA) : 175, 177, 178, 179, 282, 283, 284
Investissement
- **Investissement direct étranger (IDE)** : 22, 71
- **Investissement durable** : 35, 39, 40, 44, 48, 49, 61, 91, 110, 125, 129, 136, 153, 161, 170, 188, 260, 270, 271, 273, 275, 291, 338
- **Investissement responsable** : 44, 48, 55, 61, 126, 133, 152, 153, 308, 328, 355, 384
- **Investissement socialement responsable (ISR)** : 33, 61, 85, 87, 89, 117, 159, 166, 190, 191, 195, 221 ,297, 331, 332

J

Juridiction : 15, 24, 41, 43, 52, 53, 118, 119, 278, 294, 314, 350, 352, 354, 356, 357, 359, 360, 363, 379, 390, 391

L

Label : 46, 166, 181, 182, 190, 191, 192, 193, 195, 209, 223, 269, 282, 285, 331, 338
Lignes directrices : 89, 119, 149, 185, 272, 332, 334
Limites planétaires : 32, 97, 98, 106
Litige : 345, 347, 354, 358, 359, 366, 369, 370, 377, 379, 380, 381, 382

M

Manquement : 17, 25, 26, 46, 56, 123, 165, 231, 237, 238, 295, 297, 298, 304, 306, 312, 314, 334, 335, 336, 337, 340, 341, 343, 345, 346, 349, 353, 354, 355, 357, 360, 365, 373, 390, 391
Marchandisation : 54, 58, 67, 200, 207, 208, 209
Marché financier : 52, 65, 315, 320
Marché réglementé : 323, 335, 351, 361, 374
Matérialité
- **Matérialité d'impact** : 38, 145, 213, 215
- **Matérialité financière** : 38, 40, 90, 143, 145, 150, 156, 187, 213, 214, 215, 257, 388
- **Double matérialité** : 38, 40, 145, 146, 147, 148, 187, 197, 202, 213, 214, 215, 237, 252, 277, 279, 310
- **Matérialité simple** : 38, 40, 143, 150, 187, 277, 385, 386
Mesurable : 159, 160, 166, 193, 264, 265, 347, 376

Modèle d'affaires : 15, 34, 42, 46, 54, 86, 131, 200, 220, 258, 259, 261, 374, 385
Modèle économique : 51, 57, 73, 76, 189, 212, 259, 261, 264, 297, 299, 301, 386
Modes opératoires : 11, 38, 43, 58, 63, 67, 79, 131, 139, 212, 251, 291
Mondialisation : 28, 52, 69, 76
Morale (conception / responsabilité) : 25, 51, 52, 57, 59, 62, 86, 88, 89, 90, 91, 108, 118, 385
Multinationale (entreprise) : 17, 28, 29, 53, 76, 86, 103, 119, 137, 146, 152, 187, 207, 210, 223, 260, 287, 348, 359, 381, 383

N

Néolibéralisme : 66, 67, 68, 69, 71, 73, 75, 76, 77, 80, 83, 108
Non financier : 46, 57, 62, 63, 65, 75, 79, 87, 88, 90, 91, 128, 131, 142, 143, 188, 238, 276, 289, 384, 385
***Non-Financial Reporting Directive* (NFRD)** : 43, 188, 267, 269, 289, 290, 352
Normatif : 39, 58, 61, 62, 113, 120, 163, 183, 187, 192, 196, 224, 263, 268, 284, 290, 291, 293, 294, 316, 320, 324, 343, 344, 345, 352, 386
Normativité hybride : 225, 235
Notation : 156, 164, 169, 173, 175, 181, 193, 195, 196, 197, 202, 209, 210, 276, 279, 301, 302, 332, 361

O

Objectif de développement durable (ODD) : 35, 122, 171, 181, 288
Obligation (classe d'actif) : 22, 161, 168, 173, 174, 176, 177, 282, 283, 284, 285
- **Obligations durables** : 110, 158, 175, 177, 178, 179, 282, 283, 284
- **Obligations sociales** : 158, 175, 176, 284
- **Obligations vertes** : 110, 175, 178, 216, 282, 283, 285

Obligation de transparence : 43, 44, 120, 125, 127, 129, 136, 168, 187, 233, 237, 247, 251, 252, 253, 255, 259, 261, 262, 264, 266, 267, 275, 276, 290, 301, 320, 322, 329, 338, 356, 375
Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) : 29, 30, 83, 119, 137, 146, 152, 260, 287
Organisation des Nations Unies (ONU) : 29, 35, 39, 41, 122, 123, 187, 288, 344
Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) : 23, 192, 305, 321, 327

P

Pacte mondial : 29, 119, 152, 286, 287, 344
Pacte vert : 39, 62, 125, 182, 188, 189, 208, 262, 288, 289, 293
Partie prenante : 13, 15,19, 26, 34, 37, 38, 42, 46, 49, 54, 55, 56, 65, 78 ,86, 87, 91, 119, 131, 132, 141, 143, 144, 146, 150, 163, 164, 169, 171, 174, 185, 209, 218, 257, 263, 268, 269, 275, 277, 293, 294, 295, 298, 300, 301, 304, 306, 323, 331, 348, 353, 377, 380, 381, 386, 388, 389, 390
Performance :
- **Performance extra financière** : 34, 50, 61, 62, 78, 79, 120, 121, 135, 155, 170, 173, 174, 237, 352
- **Performance financière** : 33, 34, 37, 40, 46, 48, 49, 50, 61, 75, 78, 79, 86, 90, 110, 121, 132, 142, 144, 147, 148, 150, 159, 185, 201, 202, 203, 205, 280, 385

Personnalité juridique : 357
Personne privée : 17, 26, 357, 358, 359, 364
Personne publique : 357
Plan d'action pour la finance durable : 180, 223, 262, 325
Politique d'investissement : 112, 128, 129, 167
Politique publique : 18, 68, 69, 123, 139, 316

Poursuite : 15, 23, 46, 48, 54, 75, 94, 113, 200, 302, 303, 304, 342, 364, 365, 378, 379, 381, 382, 387, 391
Pouvoir public : 65, 113, 166, 200, 268
Préférences en matière de durabilité : 110, 270, 272, 273, 274
Préjudice : 13, 15, 18, 20, 31, 45, 49, 51, 52, 54, 55, 77, 99, 123, 127, 134, 136, 137, 161, 162, 170, 188, 213, 231, 232, 233, 236, 251, 253, 254, 260, 271, 275, 291, 305, 329, 338, 346, 347, 348, 352, 353, 357, 359, 360, 361, 365, 366, 368, 372, 373, 374, 375, 377, 380, 381, 382, 383, 389, 391, 392
Principes directeurs de l'OCDE : 29, 137, 145, 146, 152, 260, 287
Principes directeurs des Nations Unies : 29, 30, 44, 54, 119, 145, 260
Procédure : 29, 48, 78, 116, 188, 206, 217, 229, 237, 246, 256, 258, 273, 274, 277, 306, 309, 311, 312, 321, 327, 334, 347, 348, 353, 358, 360, 364, 365, 366, 367, 368, 369, 370, 379, 382

R

Rapport (en anglais *reporting*) :
- **Rapport de durabilité** : 43, 149, 246, 310, 311, 312, 313
- **Rapport financier** : 78, 144, 257, 310

Recommandation : 29, 30, 40, 42, 54, 166, 175, 180, 181, 184, 224, 227, 228, 235, 239, 241, 242, 243, 245, 252, 254, 273, 286, 287, 302, 308, 320, 322, 324, 325, 327, 328, 334, 336, 337, 338, 356, 386
Référentiel : 35, 40, 42, 43, 72, 84, 119, 143, 144, 149, 168, 179, 187, 191 ,193, 199, 223, 308, 347
Réforme : 65, 66, 74, 82, 98, 108, 120, 195, 212, 220, 291, 380
Règlement délégué : 109, 110, 127, 134, 136, 144, 145, 161, 162, 188, 213, 233, 237, 253, 254, 257, 258, 259, 269, 270, 271, 272, 291, 328, 338, 339
Régulateur (régulateur du marché) : 91, 163, 224, 234, 246, 250, 265, 294, 314, 317, 320, 322, 325, 354, 377, 390
Résilience : 13, 64, 135, 139, 221, 316, 318, 392
Responsabilisation : 15, 17, 23, 25, 28, 32, 33, 35, 42, 45, 46, 47, 57, 58, 111, 119, 120, 125, 250, 278, 293, 294, 299, 306, 307, 308, 312, 313, 330, 335, 341, 358, 360, 377, 380, 385, 386, 390, 391
Responsabilité sociétale des entreprises (RSE) : 33, 34, 37, 49, 86, 168, 169, 172, 209, 210, 259, 315, 382
Risque :
- **Risque de durabilité** : 43, 55, 129, 139, 156, 187, 201, 232, 236, 252, 276, 277, 338
- **Risque de réputation** : 78, 91, 134, 148, 156, 195, 206, 249, 295, 296, 298, 299, 300, 301, 302, 303, 334, 351, 390
- **Risque de responsabilité** : 78, 134, 156, 215, 251, 295, 300, 342, 344, 347, 352, 353, 356, 361, 371, 376, 377, 382, 390, 391
- **Risque financier** : 37, 40, 78, 109, 132, 148, 151, 156, 174, 204, 206, 250, 299, 300
- **Risque physique** : 232, 316, 318,
- **Risque transitionnel** : 232, 316, 318

S

Société de gestion de portefeuille (SGP) : 21, 22, 23, 109, 126, 135, 151, 167, 187, 276, 306, 309, 330, 331, 332, 333, 335, 340, 372
Soft law : 16, 33, 61, 76, 119, 120, 121, 122, 182, 187, 223, 224, 282, 343
Standard technique : 127, 184, 188, 194, 253, 258, 290, 317, 318, 324
Stratégie d'investissement : 48, 127, 142, 152, 153, 155, 161, 166, 168, 173, 175, 180, 201, 233, 284, 285, 287, 292, 323, 338, 386
Substantiel : 49, 116, 137, 146, 161, 170, 242, 244, 260, 267, 329, 352, 358
Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique (SPOT) : 302, 306, 307, 309, 323, 327, 330, 332, 334, 337, 340

Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR): 20, 21, 39, 40, 43, 49, 52, 55, 110, 120, 125, 126, 127, 128, 129, 134, 135, 136, 137, 142, 145, 161, 161, 166, 167, 170, 171, 182, 184, 187, 188, 194, 213, 225, 229, 233, 243, 252, 253, 255, 260, 269, 271, 273, 276, 277, 290, 291, 292, 308, 316, 317, 321, 324, 325, 328, 329, 332, 333, 336, 339, 340, 388, 389

T

Taxonomie : 40, 49, 52, 58, 110, 125, 136, 137, 138, 161, 170, 171, 178, 182, 193, 194, 217, 218, 252, 260, 261, 262, 269, 271, 273, 275, 276, 283, 308, 312, 317, 322, 329, 333, 338, 339, 389
Titre :
- **Titre de créance** : 22, 161, 173, 175, 179, 372
- **Titre de propriété** : 22, 161, 171, 174, 179, 372, 373

Traité bilatéral d'investissement (TBI), 9, 17, 352, 354, 355
Traité international, 33, 115**,** 146, 351
Transition :
- **Transition écologique**, 9, 12, 13, 29, 44, 74, 90, 92, 106, 110, 121, 150, 171, 172, 208, 250, 270
- **Transition énergétique,** 12, 29, 73, 96, 106, 122, 208, 245, 266, 404, 411

Transnational : 18, 364, 366, 367
Transposition : 25, 41, 119, 134, 239, 241, 310, 311
Travail décent et travail digne : 35, 83, 137, 218, 288, 369
Travail des enfants : 11, 80, 103, 122, 189, 217
Travail forcé : 11, 12, 54, 80, 101, 103, 122, 189, 217

U

Union européenne : 39, 40, 45, 52, 57, 61, 65, 70, 80, 100, 115, 120, 121, 122, 124, 125, 137, 145, 161, 163, 171, 178, 180, 189, 192, 213, 217, 228, 262, 265, 269, 279, 283, 286, 289, 315, 320, 321

V

Veille : 44, 91, 146, 221, 222, 247, 254, 276, 277, 294, 295, 296, 301, 302, 304, 305, 308, 310, 312, 314, 317, 320, 321, 322, 323, 328, 329, 330, 331, 333, 335, 349, 356, 370, 382, 387, 390
Violation : 11, 15, 20, 25, 26, 30, 45, 51, 54, 55, 73, 78, 101, 102, 103 ,104, 113, 116, 117, 119, 133, 134, 135, 146, 152, 169, 198, 204, 215, 220, 242, 255, 286, 297, 312, 323, 336, 342, 344, 348, 350, 358, 359, 363, 365, 366, 367, 374, 375, 377, 380, 381, 382, 386, 387, 392
Volontaire : 46, 54, 86, 87, 164, 178, 192, 210, 227, 239, 249, 264, 282, 283, 293, 294, 301, 306, 322, 331, 337, 340, 375, 377, 390

Table des matières

Thèse de Doctorat / avril 2026 _____ 1

Introduction _____ ***11***

I La recherche de responsabilité : un chemin aux issues multiples _____ 15

A. Le droit international des investissements et la recherche de responsabilisation des acteurs privés _____ 17

1. Le fondement du droit international des investissements _____ 17

2. Les acteurs financiers et économiques _____ 21

B. Les mécanismes des droits de l'Homme et la recherche de responsabilisation des acteurs privés _____ 25

1. Une responsabilité étatique _____ 25

2. Une responsabilité des entreprises _____ 28

C. La recherche de la responsabilisation des acteurs privés par l'approche hybride de la finance durable _____ 32

1. Les notions de finance durable et responsable _____ 33

2. Le contexte de la genèse de la finance durable et responsable _____ 37

3. Les mécanismes de responsabilisation instrumentalisés par la finance durable _____ 42

4. La multitude de typologies des investissements – l'articulation pratique de la finance durable et responsable _____ 48

II Les difficultés de responsabilisation des acteurs privés en matière de finance durable _____ 51

A. La difficulté de responsabilisation des acteurs d'investissement _____ 51

B. Les difficultés de l'application des postulats de la finance responsable 56

Partie I : La finance responsable, une notion limitée par le « fonctionnement » actuel du système financier et économique 61

Chapitre I : La finance responsable, une notion qui suppose une remise en question d'un système prédateur 64

Section 1. Le fonctionnement actuel hostile 66

Paragraphe 1. Le système financier incarnant le courant économique néolibéral 66

A. Le capital : plusieurs notions visant des buts similaires 67

B. Le néolibéralisme : l'agent égaré du développement humain 71

C. L'activité financière menant la charge du néolibéralisme 75

Paragraphe 2. La finance éthique : une contradiction fondamentale 81

A. Une dynamique difficile 81

B. Le résultat : une contradiction profonde 85

Section 2. La mission de la finance responsable : une ambition nuancée 93

Paragraphe 1. Les crises sociétale et climatique nécessitant une réponse concrète 93

A. Le dérèglement climatique 95

B. La précarisation de la condition humaine 101

Paragraphe 2. La nécessité de la régulation de la Finance afin d'agir pour le développement durable 106

A. La nécessité d'une régulation afin d'atténuer le caractère prédateur de la finance 107

B. La nécessité d'une régulation visant simultanément le changement climatique et la protection des droits de l'Homme 113

Paragraphe 3. La régulation fondamentalement neutre 120

A. La régulation de la finance responsable entre soft law et obligation de transparence 121

a. Les normes internationales 122

b. Les normes européennes 125

c. Les normes nationales 128

B. La régulation de la finance responsable, une simple prévention de risques 131

a. L'analyse extra-financière empruntant un fonctionnement similaire à l'analyse financière 131

b. L'analyse extra-financière cantonnée à l'identification des risques et des incidences potentiellement négatives 134

Chapitre II : Une mise en œuvre vouée à dénaturer l'objet de la finance responsable 139

Section 1. Une application difficile 141

Paragraphe 1. L'application prévue 141

A. Le concept de matérialité déterminant la mise en œuvre des principes de la finance responsable 142

a. La matérialité simple : l'introduction des facteurs non financiers dans les décisions financières 143

b. La double matérialité : l'élargissement nécessaire de la conception de la finance responsable 145

B. Un large éventail de stratégies extra-financières 151

a. Les stratégies de sélection positive et négative : premières stratégies d'investissement responsable 152

b. L'intégration ESG : la stratégie phare de la finance responsable 155

c. L'investissement thématique : une réorientation des flux axée sur les tendances et transitions du marché 157

d. L'investissement à impact : la Finance à la recherche d'impact positif 159

e. L'engagement : l'instrumentalisation de la relation entre l'investisseur et l'actif 163

f. L'intégration des stratégies ESG par les portefeuilles 166

C. L'étendue et la cohérence de l'application dépendante de la classe d'actifs 168

a. L'intégration des facteurs ESG et de durabilité dans les stratégies d'investissement en actions cotées ____ 168

b. L'intégration des facteurs ESG et de durabilité dans les stratégies d'investissement en obligations ____ 173

Paragraphe 2. La mise en œuvre longue et laborieuse ____ 180

A. Une impulsion de règles complexes ____ 180

a. L'immaturité des institutions déformant la mise en œuvre ____ 182

b. Une multiplication des sources ne garantissant pas l'harmonisation ____ 187

B. Une application entièrement spéculative ____ 193

Section 2. Une application déformée ____ 199

Paragraphe 1. La réticence de la Finance face à tout frein au profit ____ 200

A. La prime de risque : un rapport contre-intuitif avec la finance responsable ____ 201

B. Le risque ESG : une valorisation peu prévisible ____ 204

Paragraphe 2. La finance responsable : le produit ____ 207

Paragraphe 3. La finance responsable : le mode opératoire ____ 212

A. Le biais de la matérialité financière ____ 213

B. Le biais quantitatif ____ 216

Partie II : La finance responsable, une solution conciliante pour responsabiliser les acteurs des marchés financiers ____ 220

Chapitre I : La contrainte adaptée et flexible ____ 223

Section 1. L'opportunité du principe « *comply or explain* » dans la régulation de la finance ____ 224

Paragraphe 1. Le principe du « *comply or explain* » idéalement adapté pour la finance ____ 225

A. Le principe consacré par les normes de la finance responsable ____ 225

a. Les origines du principe ____ 227

b. Le principe adapté par le règlement SFDR ____ 229

B. La flexibilité dans un objectif de conformité 234

a. Le principe synonyme d'une normativité élastique 235

b. Le principe prévu pour mieux assurer la conformité 237

Paragraphe 2. Les conditions d'une mise en œuvre efficace 240

A. Une conformité conditionnée 241

B. Une conformité contrôlée 245

Section 2. L'obligation de transparence indirectement efficace 249

Paragraphe 1. Réglementer la contrainte par la transparence : une efficacité supposée 251

A. L'efficacité des normes de transparence régissant les investisseurs 252

B. L'efficacité des normes de transparence régissant les entreprises 257

Paragraphe 2. Réglementer la contrainte par la transparence : une efficacité nuancée en pratique 264

Section 3. Le multilatéralisme maîtrisé par les normes visant différents acteurs 268

Paragraphe 1. Une application nécessitant une mobilisation simultanée de toutes les parties prenantes 269

A. L'ancien frein à l'application : l'absence de volonté des épargnants 269

B. Le périmètre limité : l'alibi de l'absence de la donnée 275

Paragraphe 2. La maîtrise nuancée 281

A. Les incohérences du champ d'application matériel 281

a. Une applicabilité réduite 282

b. Le périmètre limité créant un réel vide juridique 286

B. La temporalité étendue avec l'application progressive de nouvelles obligations 288

Chapitre II : La sanction dissuasive 293

Section 1. Une veille qui se concrétise 295

Paragraphe 1. Une veille concurrentielle : le risque de réputation désormais tangible 296

A. La notion de la controverse ESG : le déclencheur du risque de réputation 296

B. Le risque de réputation : une sanction réelle, toutefois imprévisible 300

Paragraphe 2. Une veille règlementaire : la multiplication des points de contrôle 304

A. Les acteurs financiers face à une veille règlementaire renforcée 304

B. Les acteurs économiques face à une nouvelle veille règlementaire 310

Section 2. Le régulateur – l'autorité clé de la finance responsable 314

Paragraphe 1. Les rôles multiples des régulateurs 315

A. Le régulateur européen – la figure normative 315

B. Le régulateur français – la figure de contrôle 320

Paragraphe 2. L'audit du régulateur des produits financiers 327

A. Le contrôle des produits financiers préalable à la commercialisation 327

B. Le contrôle spontané des produits : l'analyse SPOT 330

Paragraphe 3. La sanction du régulateur 335

A. La compétence de sanction formelle de l'AMF 335

B. La sanction informelle de déclassement des produits financiers 338

Section 3. Le risque de responsabilité, un risque avéré 342

Paragraphe 1 : Le risque juridique : une nouvelle réalité 343

A. Une multitude d'obligations relativement nouvelles 343

a. Les obligations concernant des acteurs économiques 345

i. Le devoir de vigilance 345

ii. L'obligation de transparence 350

b. Les obligations concernant spécifiquement des acteurs financiers 353

i. Le devoir de vigilance 353

ii. L'obligation de transparence 354

B. Des voies de recours relativement accessibles ____ 357

a. Le recours devant les juridictions nationales ____ 359

b. Le recours transnational, la seule voie transnationale d'une accessibilité limitée _ 363

i. La demande reconventionnelle, le seul outil contre les investisseurs cependant peu efficace 365

ii. L'amicus curiae, la seule voie accessible pour les parties tierces ____ 369

Paragraphe 2. La difficile reconnaissance de la responsabilité des investisseurs pour les préjudices environnementaux et sociaux ____ 372

Paragraphe 3. Le risque de responsabilité : une utilité multiple ____ 377

A. La recrudescence des contentieux concrétisant le risque de responsabilité ____ 377

B. Le contentieux : l'outil stratégique de responsabilisation des acteurs économiques et financiers 380

Conclusion ____ ***384***

Bibliographie ____ ***393***

I DICTIONNAIRES, ENCYCLOPÉDIES, RÉPERTOIRES ____ 393

II OUVRAGES GENERAUX ET SPECIALISÉS ____ 393

III ARTICLES ET CONTRIBUTIONS À DES OUVRAGES COLLECTIFS ____ 394

ARTICLES DE PRESSE ____ 404

IV SOURCES OFFICIELLES ____ 407

A. SOURCES INTERNATIONALES OFFICIELLES ____ 407

1. Nations Unies ____ 407

2. Autres sources internationales ____ 408

3. Rapports, communications et actes non obligatoires des institutions internationales 408

B. SOURCES OFFICIELLES DE L'UNION EUROPEENNE ____ 410

1. Traités ____ 410

2. Règlements 410

3. Directives 413

4. Rapports, communications et actes non obligatoires des institutions européennes 414

C. SOURCES NATIONALES OFFICIELLES 417

1. Législations nationales 417

2. Autres sources 419

3 Rapports, communications et actes non obligatoires des institutions nationales 419

3.1 Autorité des marchés financiers 419

3.2 Autorité de contrôle prudentiel et de résolution 421

3.3 Autres institutions nationales 422

V RÉFÉRENTIELS ET SOURCES SPÉCIALISÉES 424

A. RÉFÉRENTIELS 424

B. SOURCES SPECIALISÉES 424

C. RAPPORTS DES ORGANISMES SPÉCIALISÉS 429

VI AUTRES SOURCES 431

VII JURISPRUDENCE 431

A. JURISPRUDENCE INTERNATIONALE 431

B. JURISPRUDENCE NATIONALE 433

Index* *434

Table des matières* *434

Résumé :

La responsabilité des acteurs des marchés financiers en matière de droits de l'Homme et du dérèglement climatique a longuement été une question marginalisée avant d'être consacrée principalement par le *soft law*. Depuis quelques années, les normes en matière de finance durable se multiplient, notamment sous l'impulsion de l'Union européenne, visant à réformer le secteur des services financiers en incorporant des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les processus et stratégies d'investissement et à réorienter les flux de capitaux vers des investissements dits durables. Toutefois, malgré ces ambitions, le respect des droits de l'Homme, notamment la protection du droit à un environnement sain et des droits socio-économiques, n'est aucunement garanti. Les incidences négatives des investissements peuvent être constatées même dans le cadre des secteurs les plus susceptibles de contribuer au développement durable.

Le système financier traditionnel porte peu d'attention aux facteurs non financiers et surtout ceux se rapprochant de valeurs morales ou de principes éthiques comme les protections sociales et environnementales, tel que le note Milton Friedman, économiste et ultralibéral, « [l]a responsabilité sociale de l'entreprise est de faire du profit ». Si les considérations non financières sont perçues comme des freins au profit et à la croissance, les réglementations obligeant leur prise en compte ne sont considérées que comme des contraintes arbitraires. Dans l'application de ces dernières, une méconnaissance ou une incompréhension règnent souvent, créant à la fois une résistance à l'application et une application déformée ou spéculative.

Afin de répondre à ces questions, cette recherche examinera la mesure dans laquelle le droit international et européen, ses sources et sa structure, sont adaptés pour réformer le système financier et responsabiliser efficacement ses acteurs en matière de droits de l'Homme et de protection de l'environnement.

Descripteurs : droits de l'Homme – Finance - environnement, social, gouvernance, ESG - finance responsable - finance durable - risques et incidences en matière de durabilité - Union européenne - acteurs économiques - acteurs financiers – responsabilité – responsabilisation

Title and Abstract: The responsibility of investment companies in terms of human rights: limits of responsible finance

The responsibility of investment companies in matters of human rights and climate change has long been a marginalized issue before being enshrined mainly into soft law. In recent years, sustainable finance standards have multiplied, driven in particular by the European Union, aiming to reform the financial services sector by integrating environmental, social, and governance (ESG) factors into investment processes and strategies and redirecting capital flows towards so-called sustainable investments. However, despite these ambitions, respect for human rights, especially the right to a healthy environment and socio-economic rights, is by no means guaranteed. The negative impacts of investments can be observed even in sectors most likely to contribute to sustainable development.

The traditional financial system pays little attention to non-financial factors, especially those related to moral or ethical values such as social and environmental protections. As Milton Friedman, the economist and ultraliberal, noted, "[t]he social responsibility of a business is to make a profit." If non-financial considerations are seen as obstacles to profit and growth, then regulations mandating their consideration are viewed as arbitrary restrictions. In the application of the latter, a lack of awareness or understanding often prevails, creating both resistance to implementation and distorted or speculative application.

To address these issues, this research will examine the extent to which international and European law, its sources, and its structure are suitable for reforming the financial system and effectively holding its actors accountable in matters of human rights and environmental protection.

Keywords: Human rights – Finance - environment, social, governance, ESG - responsible finance - sustainable finance - sustainability risks and impacts - European Union - economic actors - financial actors – responsibility - accountability.

Nota : cette page, dernière de couverture, sera retournée avant reliure.